

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA E SUA RELAÇÃO COM GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS CONTÁBEIS: EVIDÊNCIAS NO CONTEXTO DA CONVERGÊNCIA
ÀS NORMAS INTERNACIONAIS DE CONTABILIDADE NO BRASIL**

SILVIA CONSONI

CURITIBA

2014

SILVIA CONSONI

**DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA E SUA RELAÇÃO COM GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS CONTÁBEIS: EVIDÊNCIAS NO CONTEXTO DA CONVERGÊNCIA
ÀS NORMAS INTERNACIONAIS DE CONTABILIDADE NO BRASIL**

CURITIBA

SILVIA CONSONI

**DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA E SUA RELAÇÃO COM GERENCIAMENTO DE
RESULTADOS CONTÁBEIS: EVIDÊNCIAS NO CONTEXTO DA CONVERGÊNCIA
ÀS NORMAS INTERNACIONAIS DE CONTABILIDADE NO BRASIL**

Dissertação apresentada como requisito parcial
à obtenção do grau de Mestre. Programa de
Pós-Graduação em Contabilidade – Área de
concentração Contabilidade e Finanças, do
Setor de Ciências Sociais Aplicadas da
Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Profº. Dr. Romualdo Douglas
Colauto

CURITIBA

2014

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ. SISTEMA DE BIBLIOTECAS.
CATALOGAÇÃO NA FONTE

Consoni, Silvia

Divulgação voluntária e sua relação com gerenciamento de resultados contábeis: evidências no contexto da convergência às Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil / Silvia Consoni. - 2014.
140 f.

Orientador: Romualdo Douglas Colauto.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas.

Defesa: Curitiba, 2014.

1. Contabilidade – Normas. 2. Balanço (Contabilidade). 3. Contabilidade gerencial. I. Colauto, Romualdo Douglas. II. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.

CDD 658.1511

"DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA E SUA RELAÇÃO COM GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS: EVIDÊNCIAS NO CONTEXTO DE CONVERGÊNCIA ÀS NORMAS INTERNACIONAIS DE CONTABILIDADE NO BRASIL"


ESTA DISSERTAÇÃO FOI JULGADA ADEQUADA PARA A OBTENÇÃO DO TÍTULO DE **MESTRE EM CONTABILIDADE** (ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS), E APROVADA EM SUA FORMA FINAL PELO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ.

PROF.^a DR.^a MÁRCIA MARIA DOS SANTOS BORTOLOCCI ESPEJO
VICE-COORDENADORA DO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
CONTABILIDADE

APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA
PELOS PROFESSORES:



PROF. DR. ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO
PRESIDENTE



PROF. DR. ADEMIR CLEMENTE
MEMBRO



PROF. DR. GERLANDO AUGUSTO SAMPAIO FRANCO DE LIMA
MEMBRO

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais por me ensinarem a ser responsável por aquilo que eu cativei.

Ao professor Romualdo Douglas Colauto pela confiança depositada em cada etapa deste processo de aprendizado. Seu auxílio, encorajamento, dedicação e disponibilidade foram fundamentais para a realização desta pesquisa e para o meu crescimento profissional.

Aos professores Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima e Ademir Clemente pela participação na banca de qualificação e defesa. Agradeço pelas ideias, críticas e sugestões que contribuíram para o aprimoramento e finalização desta pesquisa.

Aos professores José Roberto Frega e Luis Alberto Esteves pela cooperação e ensinamentos.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade pelos ensinamentos oferecidos nas disciplinas que cursei e pela convivência ao longo destes dois anos. Agradeço, também, aos servidores Márcio e Camila.

Aos colegas do mestrado, em especial Josilene, André, Pedro, Luciana, Flávio, Alessandro, Stella, Susana e Adriana pelo convívio na sala de estudos, pela parceria nos artigos e pela amizade.

Ao Vitor pelo incentivo, companheirismo e apoio dispensado nesta trajetória.

Aos colegas de trabalho do IFSC – Campus Xanxerê/SC, pelo apoio no final deste percurso, em especial, à Virgínia e à Clarice pela amizade que nasceu desse nosso novo projeto profissional e por terem preparado os almoços enquanto eu me dedicava à dissertação.

Ao Guilherme pela prontidão em me ajudar.

A CAPES e ao REUNI, pelo apoio financeiro.

RESUMO

Este estudo analisa a relação teórico-empírica entre divulgação voluntária e gerenciamento de resultados. O objetivo consiste em medir a divulgação voluntária de informações econômicas e financeiras para identificar a sua associação com o gerenciamento de resultados contábeis no contexto da convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil. Os argumentos delineados na literatura sobre o tema partem do pressuposto que à medida que a assimetria de informação aumenta os gestores podem usar a discricionariedade para gerenciar os resultados divulgados. Por outro lado, considera-se que a divulgação voluntária reduz a assimetria de informação e aumenta a transparência. Como resultado, uma política de divulgação mais consistente pode contribuir para inibir o gerenciamento de resultados. Para a consecução da pesquisa, foi obtida uma amostra aleatória de 66 companhias brasileiras de capital aberto. O período de análise compreende 8 anos, de 2005 a 2012. Como *proxy* para gerenciamento de resultados utilizou-se *accruals* discricionários estimados por meio do modelo Jones Modificado. Para medir a divulgação voluntária, foi elaborada uma métrica composta por 27 requisitos de informação dispostos em quatro categorias: Visão de mercado (4), Estratégia corporativa (6), Desempenho econômico-financeiro (11) e Aspectos operacionais (6). A relação entre a medida de divulgação voluntária e a medida de gerenciamento de resultados foi operacionalizada por meio de um modelo de equações simultâneas. A estimação pelo método de Mínimos Quadrados em Dois Estágios indicou que a divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados não se apresentam simultaneamente determinados. Por isso, a análise foi conduzida com a utilização de Dados em Painel, especificamente pelo método de Efeitos Aleatórios. O principal resultado do estudo indica que a divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados não se apresentam simultaneamente determinados e nem estão associados. Esperava-se, *a priori*, uma relação negativa e significativa entre estas práticas empresariais, de forma que a divulgação voluntária atua-se como um fator inibidor do gerenciamento de resultados. Embora os resultados obtidos contrariem certos pressupostos teóricos, existem explicações alternativas para esta constatação. Primeiro, as evidências empíricas desta pesquisa, bem como daquelas que a antecedem devem ser interpretadas com cautela, pois há ausência de medidas consensuais para divulgação voluntária e gerenciamento de resultados. Soma-se a isto, a ausência de tratamento metodológico adequado às fontes de endogenia. Segundo, é provável que a influência da divulgação voluntária sobre o gerenciamento de resultados dependa do complexo *mix* de características das empresas e fatores do ambiente institucional. No Brasil, muitas empresas podem não ter o interesse de divulgar informações de forma voluntária porque a maioria dos seus acionistas usufrui dos benefícios privados do controle advindos do acesso preferencial a informação. Isto reduz a importância da demanda potencial de mercado por informação, estratifica a assimetria de informação e não inviabiliza o gerenciamento de resultados.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados. Divulgação Voluntária. Normas Internacionais de Contabilidade

ABSTRACT

This study examines the theoretical and empirical relationship between voluntary disclosure and earnings management. The objective is to measure voluntary disclosure of financial and economic information to identify its association with earnings management in the context of convergence with international accounting standards in Brazil. The arguments outlined in the literature on the subject based on the assumption that as information asymmetry increases managers can use the discretion to manage the reported results. On the other hand, it is considered that the voluntary disclosure reduces the asymmetry of information and increases transparency. As a result, a policy more consistent dissemination can contribute to inhibit earnings management. To achieve the study, a random sample of 66 Brazilian companies traded was obtained. The period of analysis includes eight years, from 2005 to 2012. As a proxy for earnings management was used discretionary accruals estimated using the modified Jones model. To measure voluntary disclosure, we created a metric comprises 27 information requirements arranged in four categories: Vision Marketplace (4), Corporate Strategy (6), Economic and Financial Performance (11), and Operational Aspects (6). The relationship between the extent of voluntary disclosure and the extent of earnings management was operationalized by means of a simultaneous equations model. The estimation by the method of Least Squares Two-Stage indicated that voluntary disclosure and earnings management are not simultaneously determined. Therefore, analysis was conducted by the results using Panel Data, specifically by the method of Random Effects. The main result of the study indicates that voluntary disclosure and earnings management are not simultaneously determined and are not associated. We expected a priori, a negative and significant relationship between these business practices, so that voluntary disclosure is acts as an inhibiting factor of earnings management. Although the results obtained contrary to certain theoretical assumptions, there are alternative explanations for this finding. First, the empirical evidence of this research, as well as those that precede it should be interpreted with caution because there is a lack of consensus measures for voluntary disclosure and earnings management, and the lack of adequate methodological approach to the sources of endogeneity. Second, it is likely that the influence of voluntary disclosure of earnings management depends on the complex mix of firm characteristics and institutional factors of the environment. In Brazil, many companies may not have the interest to disclose information voluntarily because most shareholders enjoy the private benefits of control arising from preferential access to information. This reduces the importance of the potential market demand for information stratifies the asymmetry of information and does not reduce earnings management.

Keywords: Earnings Management. Voluntary Disclosure. International Accounting Standards

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Seleção da amostra	81
Tabela 2: Estatística descritiva da variável Índice de Divulgação Voluntária (IDV)	92
Tabela 3: Coeficientes estimados pelo modelo Jones Modificado (2005-2012).....	98
Tabela 4: Estatística descritiva dos <i>Accruals</i> Discricionários (DA), período 2005 a 2012.....	99
Tabela 5: Estatística descritiva dos <i>Accruals</i> Discricionários (DA), em valores absolutos ...	100
Tabela 6: Estatísticas descritivas das variáveis de controle	101
Tabela 7: Matriz de correlação	103
Tabela 8: Resumo dos resultados para a regressão MQ2E.....	105
Tabela 9: Diagnóstico do modelo em painel, DA e IDV.....	108
Tabela 10: Modelo com dados em painel de efeitos aleatórios, DA e IDV	109
Tabela 11: Modelo com dados em painel de efeitos aleatórios e variáveis <i>dummies</i>	111
Tabela 12: Diagnóstico do modelo em painel, DA_{t-1} e IDV_{t-1}	112
Tabela 13: Modelo com dados em painel de efeitos aleatórios, DA_{t-1} e IDV_{t-1}	113

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Principais críticas ao uso de modelos de <i>accruals</i> agregados	57
Quadro 2: Categorias do Índice de Divulgação Voluntária (IDV)	70
Quadro 3: Itens que compõem a métrica de divulgação voluntária	71
Quadro 4: Etapas para estimação dos <i>Accruals</i> Discricionários (DA)	75
Quadro 5: Resumo das variáveis de controle	76
Quadro 6: Variáveis endógenas e predeterminadas	86

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Esquema de encadeamento entre as variáveis investigadas.....	65
Figura 2: Distribuição das empresas da amostra por setor	82
Figura 3: Enfoque informacional.....	93
Figura 4: Divulgação voluntária por categoria da métrica	95
Figura 5: Evidenciação por item da métrica.....	96
Figura 6: Relações de simultaneidade	107

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AIMR	<i>Association for Investment Management and Research</i>
ANEFAC	Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade
CEO	Chief Executive Officer
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
FR	Formulário de Referência
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
IAN	Informações Anuais
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IASC	<i>International Accounting Standards Committee</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
MQG	Mínimos Quadrados Generalizados
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
MQ2E	Mínimos Quadrados de Dois Estágios
S&P	<i>Standard and Poor's</i>
SEC	<i>Security Exchange Commission</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA	17
1.2	OBJETIVOS	18
1.2.1	Objetivo geral	18
1.2.2	Objetivos específicos	18
1.3	HIPÓTESE DA PESQUISA	18
1.4	JUSTIFICATIVA DO ESTUDO	20
1.5	DELIMITAÇÃO DO ESTUDO	22
1.6	ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO	23
2	PLATAFORMA TEÓRICO-EMPÍRICA.....	25
2.1	TEORIA DA DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA.....	25
2.2	MOTIVAÇÕES PARA A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES VOLUNTÁRIAS.....	31
2.3	ABORDAGEM CONCEITUAL DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	37
2.4	MOTIVAÇÕES PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	41
2.5	ACCUALS DISCRICIONÁRIOS E MODELOS DE DETECÇÃO	45
2.6	NORMAS INTERNACIONAIS DE CONTABILIDADE	58
3	METODOLOGIA DA PESQUISA.....	65
3.1	ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA (IDV).....	66
3.2	MODELO PARA ESTIMAR OS ACCUALS DISCRICIONÁRIOS	74
3.3	VARIÁVEIS DE CONTROLE	75
3.4	AMOSTRA E COLETA DE DADOS	80
3.5	HIPÓTESE	84
3.6	TRATAMENTO ESTATÍSTICO	85
3.6.1	Modelo de equações simultâneas	85
3.6.2	Condição de identificação das equações e teste de simultaneidade	87
3.6.3	Análise de Dados em Paineis	88
3.7	LIMITAÇÕES DA PESQUISA	89
4	RESULTADOS	91
4.1	ANÁLISE DESCRITIVA	91
4.1.1	Índice de Divulgação Voluntária (IDV)	91

4.1.2	<i>Accruals</i> Discricionários (DA)	97
4.1.3	Variáveis de controle	100
4.2	ANÁLISE DE CORRELAÇÃO.....	102
4.3	ANÁLISE DE INFERÊNCIA ESTATÍSTICA.....	104
4.3.1	Análise das regressões por MQ2E.....	104
4.3.2	Análise das regressões em painel	107
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	116
5.1	PERCEPÇÕES DO PESQUISADOR.....	116
5.2	ESTUDOS FUTUROS	120
	REFERÊNCIAS	122
	APÊNDICE A	135
	APÊNDICE B.....	139

1 INTRODUÇÃO

De acordo com Ball (2006), o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade em diversos países busca aumentar a qualidade do conjunto de Demonstrações Contábeis. Este resultado seria obtido pela aplicação de regras mais amplas de mensuração e de reconhecimento que refletissem a substância econômica mais do que a forma legal.

Em contraste, como sugerem Ball (2006) e Walker (2010), é ingênuo pensar que um único conjunto de normas levaria, por si só, a divulgação de informações de forma mais consistente e uniforme pelas empresas. É necessário considerar que a contabilidade, em qualquer país, ocorre no âmbito das instituições sociais, políticas, jurídicas e econômicas locais. Por isso, segundo Ball (2006), argumenta-se que a qualidade das Demonstrações Contábeis seria fortemente moldada pelo ambiente institucional no qual as empresas operam e pelas estruturas de governança.

Beyer *et al.* (2010) e Scott (2012) compartilham a ideia de as normas internacionais de contabilidade configurarem-se como aspectos exógenos que introduzem alterações determinísticas nas escolhas contábeis. Consequentemente, modificariam o conteúdo e as práticas de divulgação de forma que tornariam, cada vez mais, difícil distinguir o que constitui divulgação compulsória e o que depende de divulgação voluntária.

A divulgação compulsória e a divulgação voluntária são dois canais para a divulgação corporativa e, por meio dos quais, a informação é disseminada ao mercado. A divulgação voluntária vai além das obrigações legais de publicação e representa uma escolha por parte dos gestores. Neste sentido, Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990) sugerem que a divulgação voluntária pode ser descrita como um comportamento estratégico das empresas.

A relação entre divulgação obrigatória e voluntária, em teoria, é ambígua. Por um lado, podem ser consideradas complementares, por outro, substitutas. A fim de tornar a divulgação voluntária significativa, as empresas precisariam encontrar mecanismos para convencer os participantes do mercado sobre a credibilidade das informações divulgadas. Sob este ponto de vista, Dechow, Ge e Schrand (2010) consideram que as decisões de divulgação voluntária são endógenas e parcialmente determinadas pela qualidade da informação “oficial” produzida.

Lundholm (2003) expõe que o papel das Demonstrações Contábeis é o de reforçar a confiabilidade da divulgação voluntária, ou seja, fornecer informações verificáveis para os investidores. Da mesma forma, LaFond e Watts (2008) argumentam que a informação verificável sobre o desempenho passado e o atual é um ponto de referência aos participantes do mercado, que torna possível avaliar as fontes alternativas de informação.

Contrapondo essa concepção, Verrecchia (1990) sugere que uma redução na incerteza sobre o valor de mercado dos ativos, devido ao aumento na qualidade da divulgação obrigatória, diminui o limite para a divulgação voluntária. Do mesmo modo, assumindo que não há uma quantidade fixa de informação que os gestores estão dispostos a divulgar, Dye (1985) argumenta que a aplicação de normas contábeis de alta qualidade pode levar a uma redução da divulgação voluntária. Consequentemente, o aumento no conteúdo informativo da divulgação obrigatória reduz a divulgação voluntária, o que se denomina de efeito substituição.

Embora se conheçam os benefícios da divulgação corporativa, como maior liquidez de mercado dos títulos negociados e menor custo de capital (LEUZ; VERRECCHIA, 2000; BOTOSAN, 2006; LOPES; ALENCAR, 2010; DASKE *et al.*, 2013), nem sempre os gestores estarão dispostos a aumentar o nível de divulgação contábil. Provavelmente, ao lado desses benefícios, concorrem outros elementos que justificam a retenção de informações pelos gestores, o que sugere ser a transferência de informações uma decisão nada trivial.

Na perspectiva da Teoria de Agência, a natureza humana é utilitarista e racional, logo as pessoas agem de forma a alcançar suas próprias preferências e objetivos (JENSEN; MECKLING, 1976). Normalmente, os gestores têm acesso a informações mais precisas e específicas sobre os negócios da empresa do que os demais participantes do mercado, porém podem querer divulgá-las ou retê-las em função de seus interesses pessoais (DEMSETZ; LEHN, 1985). Segundo Watts e Zimmerman (1986), o gestor ao decidir quais informações reportar, procura avaliar como as alternativas de mensuração e de evidenciação afetam sua riqueza. Verrecchia (2001) menciona que isto ocorre, especialmente, com informações sobre projetos futuros, desempenho indesejado da empresa, distribuição de gratificações e irregularidades contábeis.

A vantagem informacional do gestor sobre os acionistas decorre, por vezes, da dificuldade destes diretamente observarem o desempenho da empresa e, consequentemente, de mapearem as perspectivas futuras de negócios (DYE, 1988). Portanto, à medida que a

assimetria de informação aumenta os gestores podem usar a discricionariedade com a finalidade específica de gerenciar os resultados.

Os incentivos para a produção e provimento de informações podem ser estabelecidos em contrato, porém Healy e Palepu (2001) expõem que nem sempre é possível especificar ou preestabelecer todas as ações a serem tomadas pelo agente em nome do principal. De acordo com Andrade e Rossetti (2006), a existência de assimetria de informação e contratos incompletos abre espaço para a divergência de interesses entre administradores e acionistas.

A assimetria informacional cria condições ideais para a transmissão de informações de forma seletiva e distorcida, e funciona como uma alavanca para o risco moral (EISENHARDT, 1989). Scott (2012) explica que, enquanto a seleção adversa caracteriza-se pela presença de informação oculta, o risco moral resulta de uma ação oculta, onde o gestor age de forma a maximizar seu bem-estar, muitas vezes, em detrimento das demais partes interessadas no desempenho econômico e financeiro da empresa.

Problemas relacionados à distribuição de informações *ex-post* podem ocorrer entre gestores, acionistas (*outsiders* e *insiders*) e credores (JENSEN; MECKLING, 1976), mas também entre acionistas majoritários e minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANEZ; SHLEIFER, 1999). Para Beyer *et al.* (2010), a demanda por informações contábeis surge (i) *ex-ante*, porque os usuários externos (*outsiders*) possuem menos informações sobre a rentabilidade esperada dos investimentos atuais e futuros da empresa do que os usuários internos (*insiders*), e (ii) *ex-post*, porque os fornecedores de capital não tem pleno poder decisório sobre os rumos do negócio devido à separação entre propriedade e controle.

Scott (2012) aponta que a redução da assimetria informacional também pode ser obtida com a ampliação dos níveis de regulação, o que se daria, por exemplo, por meio do estabelecimento de parâmetros de mensuração e de evidenciação e, em particular, a aplicação de penalidades para aqueles que não cumprem com as determinações dos reguladores. Como resultado, Bushee e Leuz (2005), expõem que em um ambiente caracterizado pela assimetria de informação, o compromisso com a divulgação permitiria contratos mais eficientes.

Segundo Leftwich (1980), uma das razões para a regulação contábil são as imperfeições de mercado ou externalidades que limitam o *trade-off* dos custos e benefícios da divulgação voluntária. Na ausência de divulgação completa (*full disclosure*), a regulação forçaria as empresas a se comprometerem no futuro, independentemente da situação dos

negócios, com melhores níveis de detalhamento das informações divulgadas. Por outro lado, Beyer *et al.* (2010) ressaltam que a conveniência da regulação em um contexto de conflito de agência só existe se o regulador consegue exigir a divulgação de informações que os participantes do mercado não conseguem por conta própria. Além disso, Scott (2012) salienta que há de se considerar a possibilidade de existir assimetria de informação entre o regulador e o regulado.

Fields, Lys e Vincent (2001) relatam que tanto o resultado econômico como o nível de divulgação são alvos de escolhas contábeis norteadas pelos incentivos de se divulgar ou não determinada informação. Tais escolhas incluem regras igualmente aceitas, julgamentos e estimativas requeridas por sistemas contábeis, decisões sobre o momento de reconhecimento, níveis de detalhamento e forma de apresentação da divulgação obrigatória, bem como conteúdo e frequência da divulgação voluntária. Os autores expõem que nem todas as escolhas contábeis envolvem gerenciamento de resultados, mas algumas escolhas são propícias para esta prática.

Segundo Watts e Zimmerman (1986), o reconhecimento, mensuração e a evidenciação nem sempre são delineados por escolhas imparciais, mas direcionadas por incentivos econômicos maximizadores da utilidade esperada de uma das partes interessadas. Desse modo, os gestores podem estar inclinados a gerenciarem os resultados contábeis para evitar violar *covenants* da dívida, melhorar o desempenho da empresa e, posteriormente sua compensação, preservar o cargo e atender às previsões de analistas (MARTINEZ, 2001; JIRAPORN *et al.*, 2008). Para gerenciarem resultados contábeis os gestores, por vezes, aproveitam-se da flexibilidade dos procedimentos contábeis geralmente aceitos em relação aos critérios de mensuração e estimativas contábeis, negligenciando que as escolhas devem ser guiadas por fundamentos econômicos dos negócios da companhia.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Considerando o que foi exposto, apresenta-se a questão que orienta esta pesquisa: **Há evidências de associação entre divulgação voluntária de informações econômico-financeiras e gerenciamento de resultados no contexto da convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

Em consonância com a questão de pesquisa, o objetivo geral deste estudo consiste em medir a divulgação voluntária de informações econômico-financeiras para identificar sua associação com gerenciamento de resultados contábeis no contexto da convergência às normas internacionais de contabilidade.

1.2.2 Objetivos específicos

- a) elaborar uma métrica para medir a divulgação voluntária de companhias brasileiras de capital aberto;
- b) mapear o índice de divulgação voluntária *ex-ante* e *ex-post* a convergência às normas internacionais de contabilidade;
- c) identificar os *accruals* discricionários *ex-ante* e *ex-post* a convergência às normas internacionais de contabilidade; e
- d) analisar a associação entre o índice de divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados em companhias brasileiras de capital aberto no período de 2005-2012.

1.3 HIPÓTESE DA PESQUISA

Duas correntes de investigação fornecem a lógica subjacente para responder a questão de pesquisa. A primeira identifica a relação entre a assimetria de informação e divulgação voluntária (MILGRON, 1981; VERRECCHIA, 1983; GLOSTEN; MILGROM, 1985; WELKER, 1995) e a segunda relaciona o gerenciamento de resultados à assimetria de informação (DYE, 1988; TRUEMAN; TITMAN, 1988; SCHIPPER, 1989).

A qualidade das informações divulgadas impacta, dentre outras, nas decisões dos investidores em manter, comprar ou vender ações das companhias. Para Lambert, Leuz e Verrecchia (2007), ao disponibilizarem informações, as companhias reduzem a assimetria

informacional entre empreendedores e investidores e, conseqüentemente, a tomada de decisão é menos imprecisa e o monitoramento dos investimentos realizados torna-se mais adequado. Por isso, segundo Healy e Palepu (2001), a divulgação voluntária de informações pode reduzir a assimetria de informação e melhorar a comunicação entre gestores, acionistas e credores. Por meio da divulgação voluntária, segundo Lundholm (2003), os gestores podem demonstrar o resultado atual e prospectivo para os interessados na posição financeira da empresa, ou então, fornecer explicações quanto aos critérios adotados para a formulação de estimativas contábeis.

Modelos analíticos, como o de Glosten e Milgron (1985) e Diamond e Verrecchia (1991), demonstram que a assimetria informacional decresce à medida que aumenta o nível de divulgação voluntária de informações. Welker (1995) apresenta evidências empíricas de que o aumento da divulgação leva à redução da assimetria informacional, medida pelo *bid-ask spread*. Sob essa mesma perspectiva, estudos feitos por Kim e Verrecchia (1994) e Leuz e Schrand (2009) sugerem que o aumento da divulgação voluntária reduz a assimetria de informação entre o gestor e o investidor externo e entre diferentes tipos de investidores.

Em outra linha de investigação, Dye (1985, 1988) e Verrecchia (1990) desenvolveram modelos teóricos para mostrar que as empresas possuem suprimem certas informações quando a qualidade dos resultados decresce. Em uma análise empírica, Francis, Nanda e Olsson (2008) relataram que a associação complementar entre a qualidade dos resultados e a divulgação voluntária sugere que as empresas com boa qualidade dos resultados selecionam níveis mais elevados de divulgação em comparação com empresas que possuem fraca qualidade no resultados apurados.

De acordo com Healy e Palepu, (2001), a assimetria informacional deriva da diferença de informações e incentivos conflitantes entre empreendedores e investidores. À medida que a assimetria de informação aumenta, os gestores podem usar a discricionariedade para gerenciar os resultados divulgados. Conseqüentemente, como sugerem Dye (1988) e Schipper (1989), a assimetria de informação entre gestores e acionistas é uma condição necessária para o gerenciamento de resultados.

Trueman e Titman (1988) partem do pressuposto de que a divulgação voluntária aumenta a transparência e, portanto, empresas com política de divulgação voluntária mais consistente levariam seus acionistas a detectar mais facilmente o gerenciamento de resultados. Nestas circunstâncias, os gestores seriam menos propensos a praticá-lo, pois seu propósito e eficácia dependeriam do nível de assimetria de informação entre os gestores e os demais

participantes do mercado. Assim, se os gestores desejam manter certa flexibilidade para gerenciar resultados limitariam o nível de divulgação voluntária de informações econômicas e financeiras.

Estes argumentos preveem que a política de divulgação exerce influência sobre as decisões das empresas de gerenciamento de resultados. **Neste sentido, a hipótese que orienta este estudo prediz que as empresas que mais divulgam informações econômicas e financeiras voluntariamente tendem a não praticar o gerenciamento de resultados.**

1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

A partir do estudo de Martinez (2001), que buscou demonstrar empiricamente que as empresas de capital aberto brasileiras gerenciam seus resultados contábeis como resposta a estímulos do mercado de capitais, foram desenvolvidas várias pesquisas sobre o tema no Brasil. Estes estudos, em geral, buscaram evidências quanto ao perfil das empresas brasileiras com maior propensão ao gerenciamento de resultados (BAPTISTA; 2008), a presença de incentivos (CARDOSO, 2005; PAULO; MARTINS, CORRAR, 2007; BISPO; LAMOUNIER, 2011) e fatores que influenciam ou inibem esta prática (LOPES; TUKAMOTO, 2007; NARDI; NAKAO, 2009; TRAPP, 2009; KLANN; BEUREN, 2012; ARDISON; MARTINEZ; GALDI, 2012; TONIN; COLAUTO, 2013). Outros, ainda, discutiram as características dos modelos de detecção, como os estudos de Paulo (2007) e de Martinez (2008).

Da mesma forma, mas sem o propósito de relatar todos os estudos realizados, existem várias pesquisas acerca da divulgação voluntária de informações. Estes estudos buscaram avaliar os motivos para a divulgação voluntária do fluxo de caixa no mercado de capitais brasileiro (SALOTTI; YAMAMOTO, 2008), a relação entre a divulgação voluntária, governança corporativa e o custo de capital (LANZANA, 2004; NAKAMURA *et al.*, 2006; LIMA, 2009; LOPES; ALENCAR, 2010), fatores que explicam o nível de divulgação voluntária de informações econômico-financeiras e ambientais (MÚRCIA, 2009; ROVER *et al.*, 2012). Além de estudos sobre a influência da divulgação na volatilidade do retorno das ações, como o desenvolvido por Malacrida e Yamamoto (2006).

A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados são temas recorrentes nas pesquisas da área de finanças e contabilidade no Brasil. Porém, evidências empíricas diretas sobre a relação entre eles ainda são escassas, a exemplo de Múrcia e Wuerges (2011), que exploraram, no período de 2006 a 2008, a interação entre o nível de divulgação voluntária e de gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto.

Esta pesquisa difere da apresentada por Múrcia e Wuerges (2011) nos seguintes aspectos: (i) utiliza-se de um recorte temporal (2005 a 2012) que ainda não foi explorado na literatura brasileira sobre o tema. Parte deste período foi marcada pelos ajustes decorrentes do processo de convergência aos padrões internacionais de contabilidade, que tomou forma a partir de 2008; (ii) revisam-se as métricas de divulgação voluntária desenvolvidas por Alencar (2007), Lima (2007) e Múrcia (2008). Esta decisão foi motivada pela necessidade de uma métrica caracterizada, essencialmente, por informações econômico-financeiras de caráter voluntário. Considera-se na elaboração da métrica que a introdução de sucessivas exigências de divulgação por órgãos reguladores pode, ao longo do tempo, alterar a natureza voluntária das informações disponibilizadas aos participantes do mercado de capitais pelas empresas.

Nos últimos anos, o mercado de ações brasileiro tem atraído a atenção de diversas empresas e investidores de outras nacionalidades. Contudo, ainda possui características diferentes dos mercados mais desenvolvidos, principalmente, por apresentar fraco *enforcement*, influência governamental, alta concentração de propriedade e risco de expropriação dos acionistas minoritários (LEAL; OLIVEIRA, 2007; BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008; LOPES; WALKER, 2008). O ambiente legal e regulador no qual a empresa está inserida podem auxiliar ou prejudicar na solução de conflitos de interesse. Em razão disso, este estudo pode fornecer um espectro diferente para a interpretação dos resultados daquele documentado em pesquisas internacionais por Lopo e Zhou (2001); Jo e Kim (2007) e Iatridis e Kadorinis (2008).

Nesse sentido, esta pesquisa busca contribuir com o entendimento da relação entre divulgação voluntária de informações e gerenciamento de resultados no contexto do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil. Espera-se, portanto, que ao explorar a relação entre “gerenciamento de resultados e divulgação voluntária de informações” sejam fomentadas contribuições de cunho teórico, metodológico e prático.

Sob a perspectiva teórica, busca-se entender a dinâmica entre divulgação voluntária e gerenciamento de resultados, pois sua relação pode ser endogenamente explicada. O arcabouço conceitual e a análise da significância dos resultados podem lançar novas

perspectivas para suprir lacunas e demandas pelo entendimento sobre a interação entre gerenciamento de resultados e a política de divulgação voluntária das empresas.

Quanto ao aspecto metodológico, espera-se que o estudo contribua com a elaboração de uma métrica para a mensuração da divulgação voluntária e de sua aplicação para o desenvolvimento de outras pesquisas. As métricas utilizadas para avaliar a divulgação voluntária de empresas brasileiras até este momento foram elaboradas em um período que antecede o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil, que tomou forma a partir de 2008 e foi concluído em 2010.

O processo de convergência e a substituição do IAN pelo Formulário de Referência, realizado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2009, acabaram por descaracterizar a natureza voluntária de algumas informações disponibilizadas ao mercado pelas empresas. Em função do período de análise (2005 a 2012) foi necessário conceber uma nova métrica de divulgação voluntária.

Sob o ponto de vista prático, busca-se contribuir para com o aprimoramento de futuras pesquisas sobre o tema e ao debate acerca dos reflexos da convergência. Os resultados podem servir, também, aos órgãos reguladores de mercado ou responsáveis pela normatização como forma de avaliarem a emissão de deliberações e normas que afetam a contabilidade das empresas e a divulgação de informações.

Espera-se, igualmente, contribuir com o fortalecimento da linha de pesquisa Contabilidade Financeira e Usuários Externos do Programa de Pós-graduação em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná (UFPR), especialmente por meio de publicações relacionadas aos projetos de pesquisas vinculados ao Laboratório de Contabilidade Financeira registrado no CNPq.

1.5 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

O período definido para a coleta de dados contempla oito exercícios sociais (2005 a 2012). Este recorte temporal se caracteriza por apresentar três anos antes do início da convergência às normas internacionais de contabilidade (2005 a 2007), dois anos relativos à convergência parcial (2008 a 2009) e três anos após a convergência integral no Brasil (2010 a 2012). Assim, a delimitação temporal relaciona-se à análise do comportamento apresentado

pelas empresas quanto à divulgação voluntária e ao gerenciamento de resultados no contexto da convergência às normas internacionais de contabilidade.

A análise recai sobre empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa, principalmente porque tais empresas estão sujeitas às mesmas condições regulatórias de mercado e normas contábeis. Para tornar padrão a mensuração de algumas variáveis, como a *proxy* de gerenciamento de resultados, foram excluídas da amostra as empresas do setor de finanças e seguros, pois possuem regulamentação própria, plano de contas específico e especificidades patrimoniais não comparáveis às demais empresas da amostra.

Apesar de muitas das informações divulgadas pelas empresas, especialmente aquelas de caráter voluntário, possuírem um enfoque sócio-ambiental, a construção do índice de divulgação voluntária volta-se principalmente para informações de natureza econômico-financeiras. Este recorte decorre da possibilidade de as informações sócio-ambientais serem divulgadas em função de características específicas das empresas, como aquelas decorrentes do segmento de atuação e da regulação do setor de atuação.

Para obter a medida de divulgação, foram utilizados como referência métricas de divulgação voluntária presentes na literatura nacional. O conjunto de documentos utilizados para a codificação da métrica de divulgação voluntária compreende o Relatório da Administração (RA), o formulário de Informações Anuais (IAN), substituído em 2009 pelo Formulário de Referência (FR). Os demais dados foram obtidos nas demonstrações contábeis consolidadas e, na ausência destas, nas demonstrações individuais, enviadas regularmente à CVM.

1.6 ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO

A dissertação está dividida em cinco capítulos. No primeiro capítulo, além desta seção, encontram-se expostos o problema de pesquisa, os objetivos, a justificativa e a delimitação da pesquisa. No segundo capítulo apresenta-se a plataforma teórica e empírica que permitiu derivar a hipótese de teste e analisar os resultados. Inicia-se apresentando o tema gerenciamento de resultados e os modelos de estimação de *accruals* discricionários, *proxy* de

gerenciamento de resultados. Na sequência abordam-se aspectos da divulgação voluntária e da convergência às normas internacionais de contabilidade.

No terceiro capítulo são expostos os procedimentos metodológicos quanto à construção da métrica de divulgação voluntária, estimação dos *accruals* discricionários e demais variáveis, seleção da amostra e definição do modelo estatístico. No quarto capítulo são apresentados e discutidos os resultados obtidos. No quinto e último capítulo os resultados obtidos são avaliados sob a perspectiva das limitações encontradas e das expectativas criadas para futuras pesquisas.

2 PLATAFORMA TEÓRICO-EMPÍRICA

2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA

De acordo com Grossman (1981), Milgrom (1981) e Milgrom e Roberts (1986), sem a divulgação de informações os investidores não conseguiriam distinguir entre ativos de boa qualidade e de má qualidade. A falta de informações levaria os investidores a reverem suas crenças sobre o valor da empresa e, racionalmente, ofertar um preço médio ao conjunto de ativos avaliados. Como resultado, os gestores seriam motivados a divulgarem todas as informações que possuem para, assim, se distinguirem daqueles com informações menos favoráveis. Em contrapartida, isto parece ser incompatível com a propensão dos gestores de reter certa quantidade de informações privadas (JENSEN; MECKLING, 1976; JENSEN, 1993; LEUZ, WYSOCKI, 2008).

A percepção de que toda informação retida é desvendada pelo comportamento racional dos participantes do mercado é a base do *Unraveling Result*. Em geral, o *Unraveling Result* sugere que o gestor liberará todas as informações que possui, sejam elas boas ou ruins. Se investidores racionais sabem que o gestor tem a informação, mas não sabem o que é, eles assumiriam que se fosse favorável o gestor teria liberado (DYE, 2001).

De acordo com Beyer *et al.* (2010), o *Unraveling Result* reconhece seis condições em que as empresas divulgariam todas as informações privadas que possuem. Estas condições incluem: (i) a divulgação não tem custo para a empresa; (ii) os investidores sabem que as empresas têm informações privadas; (iii) todos os investidores interpretam a divulgação da mesma forma, e os gestores sabem como eles a interpretam; (iv) os gestores querem maximizar o preço das ações de sua empresa; (v) as empresas podem divulgar de forma fidedigna suas informações privadas; e (vi) as empresas não podem comprometer *ex-ante* uma política de divulgação específica.

Beyer *et al.* (2010) argumentam que o *Unraveling Result* não sugere que a empresa sempre divulgará plenamente as suas informações privadas. Em vez disso, postula quando e sob quais condições a divulgação completa (*full disclosure*) é provável que ocorra. Assim, se a divulgação completa não ocorre, uma ou mais dessas condições não foram atendidas.

A teoria sobre divulgação voluntária corporativa tem se dedicado a identificar os incentivos que levam os gestores a suprimirem informações dos investidores. As explicações mais prováveis são os custos associados à divulgação e à incerteza dos investidores sobre a posse de informação pelos gestores. O custo de tornar pública as informações contábeis pode assumir duas naturezas distintas: a direta e a indireta. Os custos diretos estão relacionados a preparação, verificação e liberação de informações e os indiretos resultam da divulgação de informações estratégicas ou exclusivas e, incluem todos os riscos incorridos pela empresa em divulgar informações que levem a um aumento da concorrência e/ou a um aumento da visibilidade política, por exemplo (VERRECCHIA, 2001; DYE, 2001; LEUZ; WYSOCKI, 2008).

No modelo desenvolvido por Verrecchia (1983), os custos de divulgação que impedem a divulgação completa não variam de acordo com a informação que o gestor possui. O autor assume que toda informação divulgada é verdadeira e, que o custo de divulgação é constante, independentemente da natureza da informação. O gestor pode decidir publicar ou armazenar as informações que ele detém, porém se os investidores sabem da existência de determinada informação, a decisão de retê-la sinalizará o valor do ativo.

Na interpretação de Verrecchia (1983), a política discricionária de divulgação pelos gestores é influenciada pelos custos de emissão de informações, porém a motivação dos gestores em liberar as informações deriva apenas de seu efeito no valor da empresa. Se o objetivo do gestor é maximizar o valor presente de mercado da empresa e há custos associados à divulgação de informações, o equilíbrio só seria mantido quando a divulgação aumentar o valor de mercado e retida quando não houvesse a possibilidade disto ocorrer.

Se as perspectivas financeiras da empresa são ruins, então não adiantaria, segundo Verrecchia (1983), incorrer em custos de divulgação dessa informação, pois, na ausência de divulgação, o mercado já tem essa interpretação de dificuldade futura da empresa. Por isso, entende-se que, quando a informação é retida existem custos de divulgação superiores aos benefícios que possam ser proporcionados pela liberação de informações.

Em contraponto, Dye (1985) postula que se os investidores não têm certeza sobre a retenção de informações privadas pelos gestores, eles não podem interpretar a falta de informação como um sinal de que a empresa em questão está retendo uma má notícia. Além disso, Dye (2001) sugere que investidores pouco informados seriam incapazes de distinguir se as empresas estão escondendo más notícias, pois estão em uma posição que desfavorece essa

análise. Além disso, a melhor informação para o estabelecimento de contratos pode não ser a melhor informação para o investidor na tomada de decisão.

Dye (1985) considera, ainda, que os custos de divulgação variam em função do que é divulgado. Como resultado, uma má notícia só seria divulgada se o custo de divulgação fosse suficientemente baixo ou se a assimetria de informação entre a empresa e seus investidores fosse suficientemente elevada. Essa mesma questão foi debatida novamente por Dye em 2001, quando contestou a tese de Verrecchia (2001) de que não existia uma teoria unificada para a divulgação voluntária. Dye (2001) expôs que os seus argumentos são distintos daqueles apresentado por Verrecchia (2001) por considerar que os modelos de divulgação são essencialmente endógenos, enquanto Verrecchia (2001) atribuiu o mesmo *status* aos modelos exógenos e endógenos.

Para interpretar corretamente a ação de um gestor, segundo Dye (2001), é necessário identificar os incentivos que ele tem para divulgar boas e más notícias e o conjunto de informações que poderia ter divulgado, mas preferiu não fazer. A discussão acerca desse aspecto levou Dye (2001) a afirmar que a divulgação voluntária é um caso especial da Teoria dos Jogos, uma vez que nem sempre é possível concluir que os gestores só divulgariam informações que aumentam o preço das ações e que retêm aquelas que o reduzem. Isto porque, as más notícias também podem ser divulgadas próximo a acordos sindicais ou quando da concessão de opções de ações e, as boas notícias quando do exercício de tais opções.

Nesse sentido, o modelo de Verrecchia (1983) deixa a impressão de que existe uma propensão das empresas a divulgar voluntariamente apenas as informações que maximizem o preço pelo qual as ações da empresa são negociadas no mercado de capitais, mas não que isso ocorra porque o gestor deseja maximizar o seu bem-estar. Porém, Dye (2001) assinala que devido às características específicas dos mercados de capitais, o mapeamento da atitude maximizadora traz, por vezes, resultados contraditórios. Da mesma forma, Perry e Williams (1994) e Adooby e Kasznik (2000) salientam que a condição de que os gestores querem maximizar o preço das ações da empresa nem sempre se aplica, porque isto depende de como o gestor conduz seu ganho pessoal.

Os custos de divulgação de informações e de seu ocultamento não dependem somente de como terceiros reagem à divulgação ou à retenção de informações. Dye (1986), ao explorar equilíbrios de divulgação parcial, postula que quando os investidores não sabem que os gestores possuem determinada informação, as informações desfavoráveis não seriam divulgadas, pois se tomado o ponto de vista dos investidores, as empresas com informações

desfavoráveis seriam indistinguíveis daquelas sem informação alguma. Por isso, na existência de informações estratégicas (*proprietary information*) e não estratégicas (*nonproprietary information*), a divulgação parcial seria preferível pelo gestor.

Verrecchia (2001) considera que, sob a perspectiva dos modelos endógenos de divulgação, especificamente sob o que ele denomina de *discretionary-based disclosure*, os custos estratégicos (*proprietary costs*) são uma das razões pelas quais as empresas, muitas vezes, omitem informações importantes dos participantes do mercado. Bushman e Smith (2001) consideram que as empresas podem divulgar voluntariamente informações geradas por seus sistemas de contabilidade gerencial (que a princípio são disponibilizadas apenas internamente) desde que não tenham relação direta com dados da contabilidade financeira. Por outro lado, é inevitável que algumas atividades associadas à contabilidade gerencial, tais como a alocação de custos e preços de transferência, não afetem diretamente as Demonstrações Contábeis publicadas.

Na presença de custos de informação estratégica, pressupõe-se que a decisão de divulgação de determinadas informações aos investidores seja influenciada pela preocupação de que as informações possam prejudicar a posição competitiva da empresa no mercado. Healy e Palepu (2001) assinalam que os modelos que consideram os custos de informação estratégica, ao contrário dos demais, assumem que não há conflito de interesse entre gestores e acionistas e preveem que a divulgação é verdadeira. O foco desta literatura, portanto, restringe-se a análise de forças econômicas que limitam a divulgação completa.

Para Wagenhofer (1990), os custos de divulgação ou de seu ocultamento dependem de como os interessados reagem à divulgação ou à retenção de informações e, conclui que as empresas incorrem em custos de divulgação mesmo quando nenhuma informação estratégica é liberada. Por isso, é provável que os gestores sejam levados a divulgar também informações estratégicas, mesmo que desfavoráveis, para dissuadir a concorrência e, até mesmo, para evitar custos políticos.

De outra forma, Fischer e Verrecchia (2004) expõem que a divulgação completa não seria possível porque a informação retida inclui tanto aquelas que aumentam como aquelas que diminuem o valor da empresa. A partir de um modelo endógeno de divulgação de informações estratégicas, Arya, Frimor e Mittendorf (2009) concluem que existe uma preferência pela divulgação parcial dessas informações, pois são sensíveis à natureza da concorrência, ou seja, a ameaça de entrada de concorrentes ou concorrência em termos de preços ou de produtos.

As características dos interessados na divulgação de informações podem explicar porque as empresas não revelam todas as suas informações ao mercado. Mesmo que a informação divulgada seja compartilhada por todos, no entanto, não é necessariamente percebida por todos da mesma forma, uma vez que diferentes investidores interpretam a informação de forma diferente (KIM; VERRECCHIA, 1994; EINHORN, 2005). Para Suijs (2007), os gestores não tem certeza sobre como os investidores reagem às suas divulgações o que, por si só, é suficiente para impedir a divulgação completa.

Gigler (1994) exemplifica que os gerentes podem querer convencer os investidores de que o valor da empresa é alto, mas ao mesmo tempo, transmitir aos concorrentes da empresa que o seu segmento de negócios não é lucrativo para impedir a entrada ou diminuir a produção dos seus concorrentes. Quando as ações dos gestores são de interesse, tanto por parte dos investidores como por parte dos concorrentes, eles podem não querer relatar informações muito otimistas ou muito pessimistas. Como consequência, os gestores podem definir estrategicamente quando e o que divulgar se os investidores não têm certeza que os gestores possuem determinada informação.

A incerteza sobre como os investidores interpretam a divulgação faz com que os gestores publiquem informações com base na sua crença de como os investidores vão interpretá-la (DYE, 1985, DYE; SHRIDAR, 2002). Ao verificar essa configuração Acharya, Demarzo e Kremer (2008) mostram que os gestores tendem a liberar boas notícias antes de liberar más notícias e que os gestores tendem a agrupá-las no decorrer do tempo.

Outra condição para que a divulgação completa ocorra está relacionada à ideia de que o que é divulgado é confiável. No entanto, Verrecchia (2001) assinala que para se compartilhar informações no mercado de capitais utilizam-se, muitas vezes, canais informais de comunicação onde as empresas não têm necessariamente de dizer a verdade. Isto porque, quando não há custos declarados, os gestores fazem qualquer divulgação que leve os investidores a valorizar a empresa mais próxima dos seus objetivos.

Para Verrecchia (2001), jogos de persuasão ou jogos de palavras relaxam a restrição de que o gestor é obrigado a divulgar a verdade, pois a informação não precisa ser divulgada plenamente. Os gestores utilizam-se de palavras que induzem a interpretação como, por exemplo, “pelo menos” em vez de “exatamente”. A recompensa é determinada pela ação que a divulgação do gestor induz e não diretamente por ser uma divulgação voluntária. Contudo, a divulgação distorcida tem um custo e não conseguem evitar problemas de agência implícitos na divulgação voluntária para a maximização do valor presente da empresa.

Para Dye (2001), a extensão em que a divulgação voluntária é eficaz e contribui para a alocação eficiente de recursos no mercado de capitais está intimamente relacionada com a credibilidade da informação contábil que é divulgada. Embora Verrecchia (2001) mencione a propensão dos gestores de não divulgarem informações na sua essência verdadeiras, Dye (2001) argumenta que Verrecchia (2001) omite o que ele considera ser o fator determinante da credibilidade da divulgação, ou seja, o gerenciamento de resultados. Acrescenta, ainda, que na presença de custos estratégicos os modelos exógenos de divulgação não têm se mostrado inteiramente satisfatórios para explicar o comportamento discricionário do gestor.

Para Core (2001) a divulgação sem viés não é o ideal do gestor, porque tem custo elevado. Esta conclusão fundamenta-se na ideia de Watts e Zimmerman (1986, p. 205) de que nem toda manipulação contábil é eliminada e, que somente, em mercados de capitais com expectativas racionais os gestores não teriam ganhos com tal manipulação. A ideia de que é muito caro eliminar toda a manipulação denota que os gestores podem adicionar algum viés de divulgação a um baixo custo pessoal.

Os benefícios de divulgar determinada informação tipicamente levará a divulgação voluntária de informações, mas não de toda tipologia de informação. Modelos teóricos têm sido desenvolvidos para demonstrar que o grau relativo de divulgação corporativa pode estar relacionado aos custos de informação, porém outros aspectos expostos nesta seção são bastante pertinentes no contexto desta pesquisa.

A forma como os participantes do mercado interpretam a divulgação de informações ou sua ausência desempenha um papel importante na decisão dos gestores em divulgar voluntariamente as informações que possuem. Os modelos assumem que os investidores conhecem o contexto em que o gestor forma sua decisão de divulgação. Mas, na realidade esta interpretação dependerá, particularmente, da percepção que possuem sobre os incentivos dos gestores em divulgar e dos fundamentos econômicos dos negócios da empresa. Além disso, a decisão de divulgação voluntária depende das conjecturas dos gestores sobre as crenças dos investidores e concorrentes.

Se considerado que é o gestor e não a empresa que toma decisões sobre divulgação, tem-se como resultado, que os custos e benefícios que explicam as decisões de divulgação são aqueles que refletem a utilidade marginal dos gestores. Fatores que afetam a utilidade marginal incluem a forma de compensação e a estrutura corporativa da empresa, ambos endógenos. Há modelos que assumem que os gestores esforçam-se para maximizar o preço da ação. Entretanto, algumas vezes, os gestores têm incentivos para reduzi-lo.

Os sistemas de incentivos são desenhados não só para influenciar as decisões de divulgação dos gestores, mas também, decisões de investimento, comportamento competitivo e a estrutura de capital. Faz-se necessário compreender os motivos que levam os gestores a praticar a divulgação voluntária e a forma como a divulgação se torna confiável, pois se o gestor é indiferente às informações divulgadas, este tenderia a torná-las públicas. Todavia, isto não parece ser uma prática usual.

2.2 MOTIVAÇÕES PARA A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES VOLUNTÁRIAS

As motivações para a divulgação voluntária de informações relacionam-se com (i) as transações no mercado de capitais; (ii) a remuneração baseada em ações; (iii) a disputa pelo controle corporativo; (iv) aos custos de litígio; (v) a sinalização de talento gerencial; e (vi) ao custo de informação estratégica (HEALY; PALEPU, 2001).

A literatura sobre divulgação voluntária de informações tem frequentemente discorrido sobre os incentivos de mercado e remuneração baseada em ações, pois suas consequências estão mais diretamente associadas à redução do custo de capital e a qualidade do lucro (HEALY; PALEPU, 2001). Pode-se dizer que os demais incentivos são mais facilmente observados no mercado norte-americano, devido às características que o distingue do mercado de capitais brasileiro. No mercado brasileiro, regido pelo modelo *stakeholder*, o *enforcement* é fraco, há alta volatilidade, influência governamental, concentração de propriedade e risco de expropriação dos acionistas minoritários, por exemplo. Leal e Oliveira (2007), Black, Carvalho e Gorga (2008), Lopes e Walker (2008), expõem que o fraco *enforcement* e a alta concentração acionária no Brasil faz com que ações de *takeover* sejam remotas e que o acionista majoritário exerça maior monitoramento nas ações do gestor, ou ainda, acumule as funções desse.

- **Incentivos de mercado**

A divulgação de informações tende a reduzir os custos de seleção adversa e de assimetria de informação. Segundo Diamond e Verrecchia (1991) e Kim e Verrecchia (1994), essa redução aproxima o padrão informacional entre gestores e participantes do mercado de capitais ou, ainda, entre os investidores mais informados e os menos informados.

Um dos custos relacionados à divulgação que inibe o investimento e, assim, faz com que as ações das empresas sejam mais onerosas é o custo de transação advindo do problema de seleção adversa. O custo de transação é denominado de componente do custo de capital relativo à assimetria de informação, sendo inerente à troca de ativos entre investidores de vários graus de conhecimento da informação (BEYER *et al.*, 2010).

Beyer *et al.* (2010) assinalam que uma maneira de reduzir a assimetria de informação é por meio do comprometimento da empresa com o alto nível de divulgação no momento em que as suas ações são oferecidas no mercado. Porém, é presumível que as empresas não divulguem todas as informações que possuem porque há outros custos decorrentes da divulgação, ocasionando níveis de divulgação diferenciados em determinadas circunstâncias.

A seleção adversa normalmente manifesta-se na redução dos níveis de liquidez dos títulos das empresas. A ideia subjacente é a de que o compromisso de uma empresa com uma maior divulgação reduza o custo de capital, pois a assimetria de informação cria custos através da introdução de seleção adversa em transações entre compradores e vendedores de títulos das empresas. Para superar a relutância de potenciais investidores de realizar transações em mercados sem liquidez, a empresa emite mais ações (LEUZ; VERRECCHIA, 2000).

As transações em mercados de capitais buscam suprir a demanda das empresas por recursos adicionais. Essa demanda aumenta sempre que existem novas oportunidades de investimento e, por sua vez, novas oportunidades de investimento são susceptíveis de serem associadas ao aumento de assimetria informacional entre *insiders* e *outsiders* (HEALY; PALEPU, 2001). Myers e Majluf (1984) originalmente observaram que as empresas têm incentivos para buscar fontes externas de financiamento, inclusive, com a oferta pública de ações, se os acionistas atuais acreditam que os prováveis acionistas superestimam o valor da empresa.

De outra forma, a lógica do *pecking order* (MYERS; MAJLUF, 1984) reside no fenômeno de seleção adversa causada pela relutância dos administradores em transferir valor dos acionistas antigos para potenciais acionistas. Se a assimetria de informação não for resolvida, a oferta pública de títulos torna-se cara para os acionistas existentes, uma vez que a assimetria de informação faria com que os prováveis investidores subavaliassem o valor da empresa e de seus novos investimentos. Consequentemente, os gestores que realizam transações de mercado têm incentivos para a divulgação voluntária.

A literatura tem indicado que a divulgação corporativa está positivamente associada à liquidez de mercado dos títulos das empresas (WELKER, 1995; LEUZ; VERRECCHIA, 2000) e negativamente relacionada ao custo de capital (BOTOSAN, 2006). Como explicam Diamond e Verrecchia (1991), as empresas ao tornarem públicas suas informações privadas podem reduzir o componente de seleção adversa do *bid-ask spread* (mecanismo de proteção de preço na compra ou venda de títulos) e, assim, aumentarem a liquidez de mercado das ações, o volume de negociações, além de potencialmente reduzirem o custo de capital.

A seleção adversa pode distorcer as decisões dos investidores e resultar em ineficientes alocações de capital. A falta de liquidez e o *bid-ask spread* impõem custos de transação aos investidores. O investidor menos informado reduz o preço que está disposto a pagar para se proteger contra futuras perdas (LEUZ; WYSOCKI, 2008; BROWN; HILLEGEIST, 2007).

Lang e Lundholm (1993) fornecem evidências empíricas de que os *ratings* de analistas para a política de divulgação das empresas são maiores para aquelas que estão emitindo ações. No mesmo sentido, Lang e Lundholm (2000) encontraram que as empresas aumentam significativamente a divulgação sobre suas atividades seis meses antes da oferta de ações, assim como Ruland, Tung e George (1990) e Marquardt e Wiedman (1998) que documentam um aumento significativo de previsões de lucros emitidas pelos gestores em torno das ofertas públicas de ações.

No modelo de Diamond e Verrecchia (1991), a divulgação voluntária reduz a assimetria de informações entre a empresa e o mercado. Como resultado dessa prática ocorre o aumento da liquidez. Essa variação positiva na liquidez ajuda a atrair grandes investidores institucionais e, conseqüentemente o preço da ação da empresa torna-se mais elevado.

Healy, Hutton e Palepu (1999), ao testarem as implicações do modelo de Diamond e Verrecchia (1991), utilizaram *ratings* de analistas financeiros para inferir a qualidade divulgação. Os autores constataram que as empresas com melhores classificações de divulgação foram associadas com um melhor e significativo desempenho no preço da ação no ano seguinte ao aumento da classificação, em comparação com outras empresas do mesmo setor da amostra. Eles também encontraram um aumento significativo na participação institucional e mostram que as empresas com aumento contínuo dos níveis de divulgação apresentam melhoras no *bid-ask spread*.

As primeiras pesquisas sobre a associação entre divulgação voluntária e custo de capital focaram na análise transversal de dados e obtiveram resultados divergentes. Botosan (1997), para uma amostra de empresas norte-americanas, encontrou uma associação negativa entre um índice do nível de divulgação e o custo de capital próprio em apenas uma subamostra de empresas pouco seguida por analistas de mercado. Na pesquisa de Segupta (1998) os resultados sugerem que quanto maior os *ratings* de divulgação voluntária menor o custo de capital de terceiros. Resultados semelhantes também foram documentados na pesquisa de Mazundar e Segupta (2005).

Botosan e Plumlee (2001) consideraram a relação entre custo de capital e três possíveis categorias de publicações (relatórios anuais, trimestrais e outros). As autoras, ao analisarem empresas no contexto norte-americano, encontraram uma relação negativa entre o nível de divulgação anual utilizando como medida *ratings* de divulgação da *Association for Investment Management and Research* – AIMR e o custo de capital próprio e uma associação positiva para o nível de divulgação trimestral.

Em 2006, Botosan voltou a investigar a ligação entre o nível de divulgação e o custo de capital e encontrou que altos níveis de divulgação reduzem o custo de capital em empresas acompanhadas por poucos analistas de agências de *ratings*. Por outro lado, as empresas acompanhadas por muitos analistas não mostram uma relação significativa entre o nível de divulgação e o custo de capital.

No contexto brasileiro, Alencar (2005) relata que para uma reduzida amostra de empresas indicadas ao prêmio transparência da ANEFAC, o nível de divulgação não afetou o custo de capital próprio dessas empresas e, nem mesmo suas práticas diferenciadas de governança corporativa. Lopes e Alencar (2010) desenvolveram um Índice de *Disclosure* Brasileiro (IDB), a partir do qual foi relacionado o nível de divulgação voluntária ao custo de capital próprio de 50 empresas mais líquidas da BM&FBovespa entre os anos de 1998 e 2005. Os resultados obtidos por Lopes e Alencar (2010) indicam que o nível de divulgação voluntária possui uma relação negativa e estatisticamente significativa com o custo de capital próprio. Isto sugere que um maior nível de divulgação reduz a assimetria informacional, proporcionando aumento da liquidez da ação, maior demanda por ações da empresa ou ainda redução do risco de estimativa.

De forma semelhante, Lima (2009) explorou a relação entre divulgação e custo de capital de terceiros. O autor elaborou uma métrica para mensurar o nível de divulgação

voluntária. A hipótese de que quanto maior o nível divulgação menor o custo de capital de terceiros não foi rejeitada.

Embora a relação negativa entre o nível de divulgação e custo de capital seja atraente, os resultados empíricos têm sido mistos. Como assinalam Beyer *et al.* (2010), a precificação do risco de estimativa e a precificação da qualidade da informação são os argumentos teóricos que ligam as características da divulgação contábil ao custo de capital e, empiricamente essa ligação não esclareceu se o risco da informação é diversificável ou não. A análise da relação entre divulgação voluntária e custo de capital envolve a escolha de um modelo adequado para o cálculo do custo de capital, bem como problemas em se utilizar alguns *rankings* de divulgação voluntária que, de certa forma, podem ter capturado tanto a divulgação voluntária como a obrigatória. Como resultado, a relação esperada entre divulgação voluntária e custo de capital seria distorcida. Ainda, o aumento da divulgação voluntária pode ocorrer apenas em termos incrementais e não ser tão relevante, o que acaba dificultando o mapeamento das implicações econômicas da divulgação voluntária.

- **Incentivos de contratação**

Os planos de remuneração com base em ações também podem induzir os gestores a fornecer certas informações voluntariamente, por exemplo, quando desejam comprar ou vender valores mobiliários da empresa em que atuam ou quando são concedidas opções de ações. Byrd, Parrino e Pritsch (1998) expõem que os planos de concessão de opções de ações para executivos podem ser considerados mecanismos que alinham os interesses dos gestores aos dos acionistas no longo prazo. Contudo, para Andjelkovic, Boyle e McNoe (2002) essa questão depende das condições nas quais os planos são delineados, pois tais planos podem revelar-se como parte de um problema de agência.

Noe (1999) encontrou evidências de que os gestores vendem mais ações após a divulgação de uma boa notícia do que depois de más notícias, e compram mais depois de más notícias do que após uma boa notícia. Adicionalmente, o autor forneceu evidências de que a incidência de previsões de lucros pela gestão estava positivamente correlacionada com a negociação de ações da empresa por acionistas *insiders*.

Aboody e Kasznik (2000) descobriram que empresas atrasam a divulgação de boas notícias e aceleram a liberação de más notícias antes de períodos de prêmio de opção de ações, pois conforme os gestores tomam decisões de divulgação aumentam a remuneração

baseada em ações. Os autores ao investigarem se os gestores de 572 empresas norte-americanas no período de 1992 a 1996 gerenciaram as expectativas dos investidores em torno de datas de atribuição de prêmios, observaram que, por vezes, há incentivos para maximizar os preços das ações (ao vendê-las) e, por vezes, incentivos para minimizar o preço das ações (quando da concessão de opções de ações).

Noe (1999) e Aboody e Kasznik (2000) encontraram indícios de que os gestores escolhem seletivamente o tempo de divulgação em detrimento de outros acionistas. Para Core (2001), isto contradiz a hipótese de que os gerentes usam a divulgação voluntária para reduzir os custos de contratação, embora seja consistente com a noção de que é muito caro eliminar toda a manipulação gerencial, conforme já haviam assinalado Watts e Zimmerman (1986).

Perry e Williams (1994) documentaram uma propensão dos gestores a reduzirem o preço das ações antes de anunciarem uma intenção de oferta de aquisição e controle. Nagar, Nanda e Wysocki (2003) descobriram que tanto a frequência de previsão de lucros por gestores como a qualidade de divulgação são maiores quando a compensação do CEO e o seu salário são mais susceptíveis às mudanças de preços de ações. O argumento reforçou a ideia de que um plano de incentivos com base em ações incentiva não só a divulgação de boas notícias como a divulgação de más notícias. Cheng e Lo (2006) também encontraram evidências de que nos períodos em que acionistas *insiders* compram mais ações, há mais previsões de más notícias, pois o objetivo é baixar o preço de compra.

Existem argumentos de que são os gestores e não as empresas que tomam decisões de divulgação (CORE, 2001). Nesse sentido, os sistemas de incentivos seriam concebidos não só para influenciar a divulgação de informações, mas também as decisões de investimento, o comportamento competitivo e as escolhas de estrutura de capital. Os fatores que afetam cada decisão podem ser endógenos, como a forma de compensação, estrutura da empresa e mecanismos de governança corporativa. Portanto, os incentivos de mercado e de contratação tendem a se complementarem.

É interessante destacar que, de acordo com os modelos de divulgação discutidos na seção 2.4, a crença sobre como os investidores interpretarão a divulgação ou a sua ausência pode desempenhar um papel fundamental na decisão dos gestores de divulgar voluntariamente informações. Se for considerado que os investidores racionalmente antecipam o conteúdo a ser divulgado pelo gestor, a divulgação voluntária somente ocorreria se fosse benéfica para a empresa e, porque não, para o gestor. Por outro lado, a interpretação da ausência de

divulgação depende do conhecimento e percepção que os investidores possuem sobre os incentivos econômicos e contratuais que direcionam as ações dos gestores.

2.3 ABORDAGEM CONCEITUAL DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O gerenciamento de resultados já foi estudado a partir de muitos pontos de vista e metodologias. Como resultado, Mulford e Comiskey (2002) citam que surgiram diferentes caracterizações, tais como alisamento de resultados (*income smoothing*), redução de lucros correntes em prol de lucros futuros (*big bath*), contabilidade criativa ou maquiagem de demonstrações contábeis (*window-dressing*), entre outras.

Schipper (1989, p. 92) define gerenciamento de resultados como a “intervenção proposital no processo de informação financeira externa com a intenção de obter algum ganho privado”. A autora reconhece, ainda, que o gerenciamento de resultados não depende de qualquer definição particular de lucro, porque pode ser direcionado a alterar componentes do lucro, assim como, informações suplementares. Healy e Wahlen (1999, p. 368), estabelecem que,

o gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores utilizam-se de julgamento nas demonstrações contábeis e na estruturação de operações para alterá-las, quer para enganar alguns *stakeholders* sobre o desempenho econômico da empresa ou para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis reportados.

Entende-se a partir dessas definições, comumente presentes na literatura sobre o tema, que a prática do gerenciamento de resultados não precisa estar diretamente conectada a uma medida específica de lucro, pois pode ser direcionada a modificar a forma e o conteúdo das informações contábeis e atingir índices econômico-financeiros. Neste sentido, conjectura-se que a prática do gerenciamento de resultados pode interferir na representação fidedigna e na utilidade das informações contábeis para a tomada de decisão dos participantes do mercado. Portanto, encará-lo como uma ação oportunista é considerá-lo como um ato capaz de reduzir a qualidade da divulgação publicada.

Para Arthur Levitt (1998), ex-presidente da *Security Exchange Commission* (SEC), o gerenciamento de resultados decorre do declínio da qualidade da divulgação das informações contábeis e, para contê-lo, seriam necessárias medidas que exigissem maior transparência e

fiscalização do processo de divulgação das Demonstrações Contábeis. No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) também se manifestou sobre esse tema. A CVM declara, em ofício-circular CVM/SNC/SEP nº 01/2007, que considera o gerenciamento de resultados uma forma arbitrária de discricionariedade que se destina a influenciar ou manipular os números contábeis, ainda que dentro dos limites da lei.

Por outro lado, Schipper (1989) e Fields, Lys e Vincent (2001, p. 260) argumentam que o gerenciamento de resultados pode, também, revelar informações sobre o valor da empresa. Subramanyam (1996), Burgstahler, Hail e Leuz (2006), referem-se a prática do gerenciamento de resultados como um comportamento oportunista, mas não quando a discricionariedade da gestão é usada para melhor comunicar o desempenho econômico e financeiro subjacente da empresa. Assim, se o gerenciamento de resultados é usado com responsabilidade, tal prática poderia transmitir informações privadas para o mercado sobre as expectativas de resultados futuros das empresas.

Para Dechow e Skinner (2000), as diferentes interpretações sobre gerenciamento de resultados convergem até o ponto em que a intenção gerencial é um pré-requisito a esta prática sem, contudo, explicitarem se essa intenção é apenas de natureza oportunista ou para transmitir informações privadas aos investidores. Isto dificultaria uma compreensão abrangente das motivações para essa prática e faz com que sejam obtidos resultados empíricos bastante distintos.

Para Schipper (1989, p. 95), é a persistência de assimetria de informação que torna o gerenciamento de resultados possível. Esta condição seria provocada por uma forma de comunicação estabelecida em um contrato e a qual não pode ser eliminada sem alterá-lo. Nesta mesma linha de raciocínio, Dye (1988) argumenta que o gerenciamento de resultados ocorre quando uma ou mais hipóteses do Princípio da Revelação (*Revelation Principle*) são violadas, uma vez que, mecanismos de monitoramento forçariam os gestores a revelarem a verdade sobre as informações que possuem.

O Princípio da Revelação foi desenvolvido na literatura sobre desenho de mecanismos. Por mecanismos, entende-se um conjunto de incentivos que faz com que o agente atue de forma a maximizar a utilidade do principal (MYERSON, 1979). Para Lambert (2001), as premissas do Princípio da Revelação estão relacionadas com a comunicação, a forma do contrato e o compromisso assumido. Assim, o autor explica que sob a lógica dos mecanismos, quando os agentes recebem informações privadas eles têm a capacidade de transmitir as

informações que possuem na sua dimensão mais completa, ou seja, se há dois sinais, haverá duas mensagens e não a agregação delas.

Arya, Glover e Sunder (1998) enfatizam que as pessoas não obedecem cegamente os contratos e, conseqüentemente, problemas associados ao desenho de mecanismos decorrem da dificuldade em se garantir que as partes contratantes revelem plenamente as informações que possuem. Para Dye (1988), quando o mecanismo é ineficiente, o gestor detém vantagem informacional sobre os acionistas que o leva a usar da discricionariedade na aplicação das normas contábeis em prol de seus interesses, já que os acionistas não podem perfeitamente monitorar o desempenho da empresa e observar as perspectivas do ambiente de negócio.

Essa questão foi, posteriormente, retomada por Dye (2001) quando menciona que Verrecchia (2001) negligenciou o que ele considera ser o fator determinante da credibilidade da informação, ou seja, o gerenciamento de resultados. Para Dye (2001, p. 220-221), quando o Princípio da Revelação se aplica efetivamente, qualquer conjunto de contratos pode ser redesenhado de modo a dar às partes contratantes um incentivo para divulgar as informações reais e, ao mesmo tempo, garantir que cada parte contratante receba pelo menos a utilidade esperada como no âmbito do contrato original. Assim, se isto não ocorrer, possivelmente a presença de potenciais acionistas torna benéfico aos atuais acionistas e aos gestores adotarem contratos que induzem ao gerenciamento de resultados.

Scott (2012) comenta que o gerenciamento de resultados pode ser uma resposta às inadequações das normas contábeis para determinados eventos ou circunstâncias, particularmente quando se presa pela observação rígida destas ou de contratos. De acordo com Watts e Zimmerman (1986), os gestores possuem, por vezes, o poder de determinar quando um evento será evidenciado na contabilidade e quais transações afetam os resultados divulgados, como a apropriação de determinada despesa, receita e a alienação de ativos.

Francis (2001), Cohen, Dey e Lys (2008) e Libby e Seybert (2009) assinalam que o gerenciamento de resultados pode ocorrer por meio de decisões de políticas contábeis e decisões de transação. A ação discricionária do gestor sobre procedimentos contábeis (momento e método de mensuração, estimativas e provisões) tem seu impacto concentrado no conteúdo informacional divulgado, diferentemente das decisões de transação que alteram a substância econômica e a essência das atividades da empresa.

A escolha de políticas contábeis, segundo Scott (2012), compreende a abordagem das escolhas contábeis, *per se*, tais como políticas de reconhecimento da receita e do método de

depreciação, enquanto que a abordagem de *accruals* discricionários vincula-se, por exemplo, ao reconhecimento de provisões para estimativas de perda de liquidação duvidosa, custos de garantia, valoração dos estoques, baixa de ativos e provisões para reestruturação. Ainda, segundo Scott (2012), a reversão dos *accruals* discricionários é um aspecto importante do gerenciamento de resultados. A lógica é que, se um gestor gerencia os resultados para cima, em uma quantidade maior do que pode ser sustentado, reverterá estes *accruals* em períodos subsequentes. Por isso, para melhor entender este mecanismo é necessário pensar na prática do gerenciamento de resultados em termos de múltiplos períodos.

Libby e Seybert (2009) entendem que as decisões de políticas contábeis envolvem escolhas entre dois procedimentos igualmente aceitos ou julgamentos e estimativas na implantação dos GAAPs. Desta forma, alguns gestores podem abusar do potencial de comunicação dos padrões contábeis para esconder a má gestão dos ativos atrás de uma divulgação pobre e pouco elucidativa das reais condições da empresa. O debate acerca desta questão se estende, como assinalam Nelson (2003), Schipper (2003) e Beatty (2007), às discussões sobre a adoção de padrões contábeis mais flexíveis, baseados em princípios, ou mais rígidos, baseados em regras sem, no entanto, existir um consenso a respeito.

Mergenthaler (2009) encontrou evidências de que a magnitude do gerenciamento de resultados é maior quando um padrão baseado em regras é violado. Por outro lado, salienta que em diferentes ambientes operacionais um conjunto de regras poderia distorcer informações e prejudicar a tomada de decisão dos participantes do mercado, por nem sempre revelar as reais consequências das decisões gerenciais. Nelson, Elliot e Tarpley (2002) assinalam que os sistemas contábeis com base em normas favorecem o gerenciamento de resultados por meio das decisões de transação (contratos, concessão de descontos sobre o preço de venda, ajustes nas atividades de produção e investimento).

Outras pesquisas empíricas apontam que a adoção de um conjunto de padrões contábeis baseados em princípios aumenta o gerenciamento de resultados (ASHBAUGH; PINCUS, 2001; BARTOV, GOLDBERG; KIM, 2005). Todavia, para Psaros e Trotman (2004) e Segovia, Arnold e Sutton (2009) existem evidências de que a adoção de padrões contábeis consubstanciados em princípios aumenta a qualidade da informação contábil e diminui o gerenciamento de resultados.

O gerenciamento de resultados pode ocorrer, também, por meio de variáveis reais denominadas de decisões de transação, como gastos com publicidade, manutenção, pesquisa e desenvolvimento, bem como o período que caracteriza o giro do estoque, alienação de

investimentos e superprodução (SCOTT, 2012). Segundo Lo (2005, p. 354), “o grau de motivação e extensão do gerenciamento dos resultados depende do comportamento que é esperado em cada ambiente” e, assim, pode ser interpretado a partir da discricionariedade que as normas contábeis conferem ao gestor, mas também a partir de operações concebidas de forma a permitir um tratamento contábil desejado.

Graham, Harvey e Rajgopal (2005) constataram que gestores gerenciam resultados contábeis por meio de variáveis reais para cumprir metas de lucros, mesmo sabendo que tais ações podem comprometer os objetivos de longo prazo da empresa. Roychowdhury (2006) constatou, também, que as empresas com lucros próximos de zero gerenciam seus resultados utilizando variáveis reais, como descontos de vendas, níveis de produção e gastos com pesquisa e desenvolvimento, para aumentá-los.

Em síntese, depreende-se que o gerenciamento de resultados ocorre pelo fato de não existir uma medida precisa de lucro líquido e porque os GAAPs não conseguem compelir completamente as escolhas de políticas contábeis e a subjetividade inerente a interpretação de certas práticas. Muitas das decisões de escolhas contábeis são complexas e desafiam a simples seleção daquelas que melhor informam o investidor. Consequentemente, a literatura sobre gerenciamento de resultados apresenta pmissas controversas sobre a forma de sua ocorrência e sobre os efeitos dessa prática para a empresa, acionistas e demais participantes do mercado. Sob um dos pontos de vista, o gerenciamento de resultados reduz a utilidade das informações contábeis para a tomada de decisão. Por outro, é concebido como uma forma de comunicação eficiente das informações privadas sobre expectativas futuras da empresa que torna mais informativo o preço das ações. Mas, seja qual for a razão, é chamado de gerenciamento de resultados.

2.4 MOTIVAÇÕES PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

A demanda por informações contábeis decorre da presença de assimetria informacional e de problemas de agência (HEALY; PALEPU, 2001). Os modelos de divulgação que exploram aspectos da política de comunicação das empresas em função dos conflitos de agência reconhecem dois tipos de ações oportunistas na formação de contratos formais ou informais. O oportunismo *ex-ante*, o qual é denominado de seleção adversa e o oportunismo

ex-post, o qual é denominado de risco moral (LAMBERT, 2001; BUSHMAN; SMITH, 2001).

Como expõe Lambert (2001), nos modelos utilizados para demonstrar a presença de seleção adversa a suposição de informação homogênea entre as partes contratantes é relaxada. Presume-se que em algum estágio do processo de contratação uma ou ambas as partes possuem informações privadas. Nos modelos sobre o risco moral, o principal e o agente tipicamente assumem ter informações homogêneas no início do contrato. Mas, durante a vigência do contrato o principal nem sempre observa efetivamente todas as ações do agente.

Para Milgrom e Roberts (1992), o risco moral resulta da falta de alinhamento de interesses e da dificuldade de se observar diferentes níveis de esforço do agente econômico. Para minimizar problemas de risco moral o principal deve monitorar atividades e estabelecer incentivos e *enforcement* contratuais de forma a alinhar interesses. Por isso, espera-se que nas relações contratuais, o principal (a parte menos informada) dependa do nível e da qualidade das informações disponíveis para monitorar o comportamento do agente (a parte mais informada).

Na perspectiva do risco moral, o gestor poderia escolher políticas contábeis para maximizar sua própria utilidade esperada, muitas vezes, em detrimento das demais partes interessadas no desempenho econômico e financeiro da empresa. Neste sentido, Bushman, Engel e Smith (2006) explicam que o lucro pode não ser um bom indicador para o monitoramento dos esforços do gestor. Uma das razões, é que o gestor poderia ser capaz de disfarçar a baixa rentabilidade gerenciando os resultados de forma oportunista e/ou pela redução da divulgação voluntária.

Sob a perspectiva oportunista, Watts e Zimmerman (1986) consideram que decisões acerca da adoção de certas práticas contábeis e de divulgação de informações pelos gestores podem ser explicadas pelas hipóteses relacionadas ao plano de incentivos, grau de endividamento e custos políticos. A partir de uma revisão de literatura, Healy e Wahlen (1999) agrupam as pesquisas empíricas sobre gerenciamento de resultados em três grandes grupos, as quais buscam identificar e documentar tal prática a partir da compreensão dos incentivos de mercado de capitais, arranjos contratuais e regulatórios.

Estudos com ênfase em incentivos de mercado presumem que o uso de informações contábeis por investidores e analistas podem incentivar os gestores a gerenciar os resultados, seja para influenciar a tomada de decisão dos investidores (TRUEMAN; TITMAN, 1988) ou

para atender às expectativas dos analistas (KASZNIK, 1999). De acordo com Healy e Wahlen (1999) os incentivos de mercado podem direcionar o gerenciamento de resultados para a redução do preço da ação (em períodos que antecedem *management buyouts*) ou para mantê-lo alto (em períodos que antecedem a oferta pública de ações).

Embora existam argumentos sobre a eficiência de mercado e custos relativamente baixos de processamento de informações, Dechow e Skinner (2000) assinalam que a prática de gerenciamento de resultados ocorre, por vezes, no intuito de atingir determinadas referências (*benchmarks*), como evitar a divulgação de perdas e apresentar lucros trimestrais crescentes. Por isso, é razoável pensar que, pelo menos, parte dos participantes do mercado respondem a estas simples referências.

Além dos motivos relacionados à precificação de ativos, o gerenciamento de resultados pode ser impulsionado por contratos cujos termos estão vinculados aos números contábeis, tais como: contratos de bônus (HEALY, 1985; SHLEIFER; VISHNY, 1997) ou *covenants* de dívida (SCHIPPER, 1989; DEFOND; JIAMBALVO, 1994; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1996). Em função disto, o gerenciamento de resultados pode resultar do comportamento oportunista do gestor e seria direcionado, por exemplo, a aumentar a remuneração dos executivos, evitar violar cláusulas contratuais restritivas, obter financiamento a um menor custo e a preparar as informações que facilitariam a aprovação de limites de crédito.

Para Watts e Zimmerman (1990), tais incentivos abrem a possibilidade de os contratos não serem formas efetivas de alinhar interesses entre gestores e outras partes. Como sugerido por LaFond e Watts (2008, p. 450), em função dos benefícios privados do controle os gestores possuem incentivos para usar informações privadas para transferir recursos para si mesmos, “mesmo em casos de ausência de contratos de remuneração ou de dívidas baseados em números contábeis”. Além disso, o ambiente institucional pode interferir e proporcionar diferentes incentivos à prática do gerenciamento de resultados. O nível de proteção ao investidor pode direcionar as escolhas corporativas, tais como governança, política de dividendos, estrutura financeira e de controle acionário das empresas.

Leuz, Nanda e Wysocki (2003) avaliaram a extensão do gerenciamento de resultados em 31 países no período de 1990-1999 sob a perspectiva de sua relação com a proteção legal ao investidor. A análise foi construída sob o argumento de que os *insiders* (gestores e principais acionistas) têm incentivos em adquirir benefícios pessoais de controle. Desta forma, a capacidade dos *insiders* em desviar recursos para benefício próprio seria limitada pelo

sistema legal adotado para proteger os direitos dos *outsiders* (investidores, credores, etc.). Como resultado, os autores encontraram evidências de que a prática do gerenciamento de resultados é mais frequente em países com controle acionário concentrado, fraca proteção ao acionista minoritário, como nos mercados da Itália, Índia e Grécia. Por outro lado, o nível de gerenciamento de resultados é menor nos países com mercado de capitais desenvolvido, estrutura acionária dispersa, forte proteção ao investidor e imposição legal.

Apesar da redução de confiabilidade das informações, que muitas vezes acompanha a prática do gerenciamento de resultados, existem argumentos de que esta prática pode ser útil se mantida dentro de determinados limites. Sob o ponto de vista contratual e informacional, o gerenciamento de resultados pode ser considerado positivo se usado para transmitir informações sobre o desempenho futuro da empresa.

Os argumentos acerca dessa perspectiva, segundo Scott (2012), são baseadas no conceito de comunicação bloqueada (*blocked communication*), formalizado por Demski e Sappington (1987). Este conceito fundamenta-se na ideia de que, frequentemente, os agentes obtêm informações diferenciadas, porém podem encontrar dificuldades para comunicar ao principal a informação que possuem de forma precisa, isto é, sua comunicação é bloqueada. É provável que gestores com informações adicionais sobre o desempenho futuro da empresa, tais como novas estratégias empresariais, mudanças nas características da empresa ou nas condições de mercado, queiram comunicá-las aos investidores. Mas, se isto não puder ser comunicado de forma explícita, o gerenciamento de resultados serviria como instrumento para viabilizar a divulgação dessas informações.

Na perspectiva dos incentivos regulatórios, Schipper (1989) expõe que um conjunto de normas e, conseqüentemente, suas alterações podem levar à prática do gerenciamento de resultados. Da mesma forma, Jones (1991) considerou que as empresas vulneráveis às conseqüências políticas adversas (aumento de fiscalização e tributação, por exemplo) podem, na tentativa de reduzir custos políticos, querer parecer menos lucrativas. Healy e Wahlen (1999) expõem que setores sujeitos ao monitoramento regulatório por meio de números contábeis apresentam incentivos semelhantes, assim como, quando as empresas buscam subsídios ou proteção tarifária junto ao governo.

Segundo Scott (2012), existe múltiplas razões que potencializam a prática do gerenciamento de resultados e, pretender simplificar suas causas pode levar a uma perigosa transformação de seu conceito, uma vez que suas fronteiras não se apresentam claramente definidas. Healy (1996, p. 108-109) sugere que, as motivações para o gerenciamento de

resultados são ambíguas, dificultando o estabelecimento de metodologias adequadas para a análise de determinado comportamento. Em um grupo de empresas pode existir algumas que agem para reduzir o lucro com objetivo de reduzir a carga tributária, desencorajar potencial competição, e outras que elevam os lucros para maximizar os bônus, atender projeções de analistas ou obter empréstimos. E ainda, todos estes comportamentos podem estar presentes em uma mesma empresa ao longo de uma série de temporal.

É interessante observar que, se os gestores podem gerenciar os resultados a partir da escolha de um conjunto de políticas contábeis e decisões de transação, seria naturalmente possível imaginar que eles escolheriam aquelas que os ajudam a atingir seus objetivos. Estas escolhas podem ser motivadas pela ideia de eficiência de mercado ou por oportunismo e rejeição dessa eficiência. Por isso, a literatura sobre gerenciamento de resultados reúne muitas explicações e ou motivações para tal prática, cada uma aplicada a determinada circunstância. Devido à variedade de ambientes em que as empresas operam é difícil uma única explicação adequada para todos os ambientes.

2.5 ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS E MODELOS DE DETECÇÃO

Para Healy e Wahlen (1999), examinar apenas a aplicação de um método contábil pode fornecer uma imagem limitada do uso das escolhas contábeis para fins de gerenciamento de resultados, principalmente porque sob a perspectiva oportunista, o gerenciamento de resultados somente existe devido à incapacidade de detecção por outras partes interessadas na informação contábil. Isto porque, os usuários externos das Demonstrações Contábeis podem ter dificuldade em separar o que é discricionariedade do que é um erro de estimativa dos gestores e, conseqüentemente, determinar a extensão e os efeitos do gerenciamento de resultados.

Embora existam abordagens alternativas para a identificação do gerenciamento de resultados, como análise por meio de *accruals* específicos e por meio da distribuição de frequência, McNichols (2000) relata que a maioria das pesquisas têm se concentrado em investigar o gerenciamento de resultados por meio de *accruals* agregados.

Diversos tipos de *accruals* podem aumentar o resultado reportado em um pequeno horizonte de tempo, como aqueles destinados a acelerar o reconhecimento da receita, reduzir a

vida útil dos ativos e subdimensionar os custos de restauração. Para Watts e Zimmerman (1990), os *accruals* têm a característica de fornecer uma medida agregada das escolhas contábeis das empresas. O enfoque em *accruals* não busca capturar a presença do gerenciamento de resultados em função de uma ação específica do gestor e sim, do conjunto de ações discricionárias possíveis.

O termo *accruals* é utilizado na contabilidade no sentido de estimativas e provisões. Os *accruals* resultam do reconhecimento de receitas e despesas com base no Regime de Competência e, não em decorrência do efetivo recebimento ou pagamento. O Regime de Competência requer que ao reconhecimento das receitas deva ser combinado o reconhecimento dos custos e/ou despesas associadas. Por isso, os *accruals* criam no curto prazo a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa (DECHOW 1994; YOUNG, 1999; DECHOW; SKINNER, 2000).

O resultado contábil da empresa, em determinado período t deriva dos fluxos de caixa do período t e do processo de mensuração dos *accruals* no período t , conforme representado na Equação 1:

$$E_{i,t} = CF_{i,t} + TA_{i,t} \quad (1)$$

Em que,

$E_{i,t}$ = resultado contábil da empresa i no período t ;

$CF_{i,t}$ = fluxo de caixa da empresa i no período t ; e

$TA_{i,t}$ = *accruals* totais da empresa i no período t .

De acordo com Dechow e Dichev (2002, p. 39-40) os *accruals* são ajustes temporários que diferem ou antecipam o reconhecimento de fluxos de caixa e, portanto, são negativamente relacionados ao fluxo de caixa corrente e positivamente relacionados ao fluxo de caixa passado e futuro. Como nem todas as decisões contábeis são direcionadas à prática do gerenciamento de resultados, pesquisadores têm separado os *accruals* totais em *accruals* discricionários (comportamento oportunista) e não discricionários (relacionados ao nível de atividade da empresa).

A discricionariedade administrativa na determinação dos *accruals* abre possibilidades para o oportunismo e erros de estimativa. Logo, os testes para detectar gerenciamento de resultados são realizados em *accruals* discricionários ou anormais que se supõem ser o resultado dessa discricção. Para Dechow (1994), é essencialmente um jogo, no qual o uso de *accruals* discricionários pode direcionar o registro dos lucros para mais ou para menos e, também, comprometer a divulgação neutra e a representação fidedigna das demais informações contábeis.

Sloan (1996) apresenta indícios de que os investidores não avaliam corretamente o total de *accruals*, porque eles superestimam sua persistência. Para Subramanyam (1996) os gestores utilizam *accruals* discricionários para sinalizar informações sobre o desempenho futuro da empresa, o que o leva a sugerir que o preço ofertado pelo mercado é racional. Porém, Defond e Park (2001) e Xie (2001) argumentam o oposto, explicando que os investidores não conseguem perceber o oportunismo que é inerente ao gerenciamento de resultados.

McNichols (2000) assinala que embora o componente *accrual* do lucro possa ser calculado pela abordagem do fluxo de caixa, a abordagem de balanço prevalece porque a Demonstração dos Fluxos de Caixa não estava disponível no mercado norte-americano antes de 1988. No Brasil, essa demonstração se tornou obrigatória para todas as companhias abertas apenas com a vigência da Lei nº 11.638/2007.

Hribas e Collins (2002) relatam que as pesquisas estrangeiras têm calculado os *accruals* totais por meio da abordagem de balanço, sob a qual se presume a articulação entre variação nas contas do capital de giro e o componente *accrual* das receitas e despesas. Para os autores nem sempre isso se confirma, pois podem ocorrer eventos não operacionais como reclassificações, baixas e mudanças contábeis que provocam modificações no Ativo e Passivo Circulante sem contrapartida na Demonstração do Resultado.

Uma questão importante nas pesquisas sobre gerenciamento de resultados é a forma utilizada para identificá-lo, devido à dificuldade de operacionalização (DECHOW; SKINNER, 2000). A literatura apresenta uma variedade de modelos para estimar *accruals* discricionários, os quais surgiram, muitas vezes, como uma tentativa de aprimoramento de modelos anteriores. Deste modo, a capacidade do modelo em prever corretamente como as mudanças nas circunstâncias dos negócios afetam os *accruals* determinará se *accruals* discricionários é uma boa *proxy* para gerenciamento de resultados ou não (DECHOW, SLOAN, SWEENEY, 1995).

Ao longo do tempo, pesquisadores dedicaram-se a desenvolver metodologias de identificação e análise do gerenciamento de resultados, as quais fundamentam-se na necessidade de segregar os *accruals* totais em discricionários e não discricionários. Martinez (2001) explica que a magnitude e o sinal dos *accruals* discricionários indicam evidências de gerenciamento. Valores negativos sugerem que o gerenciamento tem por objetivo reduzir o lucro e, valores positivos, de aumentá-lo.

Os modelos propostos para detecção do gerenciamento de resultados seguem três etapas de estimação. Primeiro, (i) obter os *accruals* totais da empresa no período t em função das variáveis que representam os fatores relevantes que afetam o comportamento dos *accruals* totais, depois (ii) calcular os *accruals* não discricionários com base nos coeficientes encontrados e nos valores reais das variáveis explicativas e, por último (iii) estimar os *accruals* discricionários pela diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários.

Hribar e Collins (2002) apresentam que pela abordagem do Balanço Patrimonial, os *accruals* totais são calculados da seguinte forma:

$$TA_{i,t} = (\Delta AC_{i,t} - \Delta Disp_{i,t}) - (\Delta PC_{i,t} - \Delta Div_{i,t}) - Depr_{i,t} / A_{i,t-1} \quad (2)$$

Em que,

$TA_{i,t}$ = *accruals* totais da empresa i no período t ;

$\Delta AC_{i,t}$ = variação do ativo circulante da empresa i no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$\Delta Disp_{i,t}$ = variação das disponibilidades da empresa i no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$\Delta PC_{i,t}$ = variação do passivo circulante da empresa i no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$\Delta Div_{i,t}$ = variação de financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa i no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$Depr_{i,t}$ = montante de depreciação, amortização e exaustão da empresa i durante o período t ; e

$A_{i,t-1}$ = total do ativo da empresa no final do período $t-1$.

Por essa medida, os *accruals* são calculados pela variação da diferença entre ativo circulante operacional e passivo circulante operacional, deduzidas as despesas de depreciação, amortização e exaustão do período com base na articulação dos componentes dos *accruals* da Demonstração do Resultado e as contas do Capital Circulante Líquido do Balanço Patrimonial.

Os modelos que a literatura internacional e nacional frequentemente reporta como alternativas para estimação de *accruals* discricionários são: (a) Modelo Jones (1991); (b) Modelo Jones Modificado (1995); (c) Modelo KS (1995); (d) Modelo Jones *Forward Looking* (2003); e (e) Modelo de Pae (2005).

a) *Modelo de Jones (1991)*

Jones (1991) propôs um modelo que busca prever o nível esperado de *accruals* não discricionários. Este modelo é um aperfeiçoamento de modelos anteriores, como o de Healy (1985), DeAngelo (1986) e McNichols e Wilson (1988), os quais utilizavam como medida de gerenciamento os *accruals* totais. Diferentemente destes, Jones (1991) considera que os *accruals* não discricionários são alterados de acordo com as circunstâncias econômicas a que está sujeita a empresa. Para controlar essas circunstâncias utiliza duas variáveis explicativas: (i) variação na receita e (ii) investimento em imobilizado.

$$TA_{i,t} = \alpha \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{i,t}) + \beta_2 (PPE_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Em que,

$TA_{i,t}$ = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*, ponderados pelo total de ativos no final do período *t-1*;

$\Delta R_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderado pelo total de ativos no final do período *t-1*;

$PPE_{i,t}$ = saldos das contas do ativo imobilizado (bruto) da empresa *i* no final do período *t*, ponderado pelo total de ativos no final do período *t-1*;

$A_{i,t-1}$ = total do ativo da empresa no final do período *t-1*;

α, β_1, β_2 = coeficientes estimados; e

ε_{it} = termo de erro da empresa *i* do período *t*.

Como observado por Jones (1991), mudanças no nível das receitas impactam no capital de giro da empresa (contas a receber, contas a pagar e estoques), assim como, mudanças no ativo imobilizado bruto determinam a despesa com depreciação. A receita compõe a variável explicativa do modelo enquanto a variável ativo imobilizado controla a parcela dos *accruals* totais relacionados às despesas com depreciação não discricionárias. O erro de previsão é entendido como uma variação não esperada dos *accruals* e, por conseguinte, definido como discricionário.

Jones (1991) expõe que o sinal esperado para o coeficiente do ativo permanente é negativo, pois esta conta está relacionada a redução do lucro. Já o sinal esperado para o coeficiente da variação na receita pode ser positivo ou negativo. Isto porque, as receitas podem aumentar as contas a receber, mas também aumentar as contas a pagar.

Posteriormente, o modelo de Jones (1991) foi modificado e ampliado em várias ocasiões. Para Dechow, Sloan e Sweeney (1995), o modelo Jones (1991) não reconhecia que as receitas podem ser objeto de gerenciamento e, conseqüentemente, incorre em erro de classificação ao tratar *accrual* discricionário como *accrual* não discricionário. Além disso, apresenta erro de especificação para empresas com extremo desempenho financeiro.

b) *Modelo Jones Modificado (1995)*

Dechow, Sloan e Sweeney (1995), ao contrário de Jones (1991), assumem que as receitas podem ser objeto de gerenciamento de resultados e, por isso propõem a incorporação ao modelo de Jones (1991) da variável variação de contas a receber.

$$TA_{i,t} = \alpha \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{i,t} - \Delta CR_{i,t}) + \beta_2 (PPE_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Em que,

$TA_{i,t}$ = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*, ponderados pelo total de ativos no final do período *t-1*;

$\Delta R_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderado pelo total de ativos no final do período *t-1*;

$PPE_{i,t}$ = saldos das contas do ativo imobilizado (bruto) da empresa *i* no final do período *t*, ponderado pelo total de ativos no final do período *t-1*;

- $\Delta CR_{i,t}$ = variação das contas a receber (líquidas) da empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderado pelo total de ativos no final do período $t-1$;
- $A_{i,t-1}$ = total do ativo da empresa no final do período $t-1$;
- α, β_1, β_2 = coeficientes estimados; e
- ε_{it} = termo de erro da empresa i do período t .

O modelo Jones Modificado (1995) como denominado, foi formulado com o objetivo de eliminar a tendência do modelo original de Jones (1991) de enviesar a mensuração de *accruals* discricionários. Em função deste propósito, este modelo difere do original porque assume que a gestão é capaz de exercer discricionariedade sobre o reconhecimento das receitas de venda a prazo. A mudança no nível de recebíveis é subtraída da mudança no nível de vendas. Da mesma forma que no modelo Jones (1991), o erro residual representa o componente discricionário (*proxy* para gerenciamento) e todas as variáveis são dimensionadas pelo total de ativos do início do período.

Dechow, Sloan e Sweeney (1995), após uma descrição detalhada e análise comparativa das características de alguns modelos como o de Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones (1991) e de um modelo setorial, concluíram que as alterações introduzidas melhor detectavam o gerenciamento.

c) Modelo KS (1995)

Para Kang e Sivaramakrishnan (1995) os modelos anteriores de estimação de *accruals* totais estão sujeitos a três problemas: (i) simultaneidade, porque não assumem que os resultados não discricionários sejam iguais aos *accruals* não discricionários mais o fluxo de caixa; (ii) omissão de variáveis que afetam o comportamento dos *accruals*, e (iii) erros nas variáveis, ou seja, na medida em que as variáveis explicativas podem estar afetadas pela prática do gerenciamento de resultados. A partir do modelo Jones (1991) os autores propuseram um modelo de estimação de *accruals*, conhecido como modelo KS, que para contornar o problema das variáveis omitidas incorpora o custo das vendas e despesas operacionais.

$$TA_{i,t} = \phi_0 + \phi_1(\delta_1 R_{i,t}) + \phi_2(\delta_2 D_{i,t}) + \phi_3(\delta_3 PPE_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Em que,

$TA_{i,t}$	= <i>accruals</i> totais da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> , ponderados pelo total de ativos no final do período <i>t-1</i> ;
$R_{i,t}$	= receitas líquidas da empresa <i>i</i> do período <i>t-1</i> para o período <i>t</i> , ponderada pelo total de ativos no final do período <i>t-1</i> ;
$D_{i,t}$	= montante de custos e despesas operacionais da empresa <i>i</i> do período <i>t</i> , excluídas as despesas com depreciação e amortização, ponderado pelo total de ativos no final do período <i>t-1</i> ;
$PPE_{i,t}$	= saldos das contas do ativo imobilizado (bruto) da empresa <i>i</i> no final do período <i>t</i> , ponderado pelo total de ativos no final do período <i>t-1</i> ;
δ_1	= $CR_{i,t-1}/R_{i,t-1}$
δ_2	= $(INV_{i,t-1} + DA_{i,t-1} + CP_{i,t-1})/D_{i,t-1}$
δ_3	= $Depr_{i,t-1}/PPE_{i,t-1}$
$CR_{i,t}$	= saldo da conta clientes da empresa <i>i</i> no período <i>t-1</i> ;
$R_{i,t-1}$	= receitas líquidas da empresa <i>i</i> no período <i>t-1</i> ;
$Depr_{i,t-1}$	= montante de despesas com depreciação e amortização da empresa <i>i</i> no período <i>t-1</i> ;
$INV_{i,t-1}$	= saldo da conta estoques da empresa <i>i</i> no período <i>t-1</i> ;
$DA_{i,t-1}$	= montante de despesas antecipadas da empresa <i>i</i> no período <i>t-1</i> ;
$CP_{i,t-1}$	= saldo das contas a pagar no curto prazo da empresa <i>i</i> no período <i>t-1</i> ;
$\emptyset_0, \emptyset_1, \emptyset_2, \emptyset_3$	= coeficientes estimados; e
ε_{it}	= termo de erro da empresa <i>i</i> do período <i>t</i> .

Kang e Sivaramakrishnan (1995) assumem que a relação entre algumas contas na data *t* são iguais àsquelas observadas na data *t-1*, supondo que na data *t-1* não há gerenciamento. O valor estimado dos *accruals* discricionários pode ser calculado diretamente pelo erro da regressão. Diferentemente de Jones (1991), que utiliza regressão de mínimos quadrados ordinários (MQO), a estimação pelo modelo KS é realizada por meio do método de variáveis instrumentais com coeficientes estimados por Mínimos Quadrados de Dois Estágios (MQ2E) e o Método dos Momentos Generalizados (GMM). Como resultado, Kang e Sivaramakrishnan (1995) verificaram que o modelo proposto apresentou menor incidência dos erros do tipo I e tipo II. Adicionalmente, concluíram que todos os modelos analisados têm dificuldade em capturar a prática do gerenciamento quando o montante gerenciado é muito pequeno.

Assim, como os demais modelos, Paulo (2007) aponta que o modelo KS também tem problemas com a utilização de variáveis que podem estar contaminadas pelo gerenciamento de resultados, resíduos serialmente correlacionados e por não controlar o desempenho econômico da empresa. Entretanto, utiliza variáveis instrumentais para minimizar os problemas de simultaneidade e erro de mensuração nas variáveis.

d) *Modelo Jones Forward Looking (2003)*

Dechow, Richardson e Tuna (2003) propuseram três modelos de estimação de *accruals* discricionários, os quais foram desenvolvidos a partir do modelo Jones Modificado (1995). No primeiro modelo (modelo adaptado) introduziram a variação das contas a receber que é esperada em razão da variação da receita. No segundo (modelo defasado), além desta modificação incluíram a relação entre *accruals* correntes e defasados e, no terceiro (*forward-looking model*), além destas duas mudanças, incluíram o crescimento das vendas esperado para o ano seguinte, sendo que este modelo apresentou melhor desempenho em comparação aos demais.

Dechow, Richardson e Tuna (2003), considerando que o modelo Jones Modificado (1995) assume que todas as variações nas vendas a prazo são estimadas como *accruals* discricionários, criam um fator de correção por meio da regressão para estabelecer quanto da mudança nas vendas afeta os *accruals* não discricionários, conforme abaixo:

$$\Delta CR_{i,t} = \alpha + k\Delta R_{i,t} \quad (6)$$

Em que,

$CR_{i,t}$ = variação da conta clientes da empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderada pelo total de ativos no final do período $t-1$; e

$\Delta R_{i,t}$ = variação da receita líquida da empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderada pelo total de ativos no final do período $t-1$.

O coeficiente da regressão k captura as variações esperadas nas contas a receber devido à mudança nas vendas. O modelo é definido pela Equação 7.

$$TA_{i,t} = \alpha + \beta_1[(1 + k)\Delta R_{i,t} - \Delta CR_{i,t}] + \beta_2(PPE_{i,t}) + \beta_3 Lag(TA_{i,t}) + \beta_4(CrR_{i,t+1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Em que,

- $TA_{i,t}$ = *accruals* totais da empresa i no período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$;
- $\Delta R_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderado pelo total de ativos no final do período $t-1$;
- $\Delta CR_{i,t}$ = variação das contas a receber (líquidas) da empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderado pelo total de ativos no final do período $t-1$;
- $PPE_{i,t}$ = saldos das contas do ativo imobilizado (bruto) da empresa i no final do período t , ponderado pelo total de ativos no final do período $t-1$;
- $Lag(TA_{i,t})$ = *accruals* totais da empresa i no final do período $t-1$, ponderado pelo total de ativos no final do período $t-2$ (*accruals* totais defasados);
- $CrR_{i,t+1}$ = crescimento das vendas no próximo período, calculada por meio da variação das receitas líquidas da empresa i do período t para o período $t+1$, ponderado pelas receitas líquidas da empresa i do período t ;
- k = fator de correção, que captura as variações esperadas nas contas a receber em função da variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderadas pelo total de ativos no final do período $t-1$ (Equação 6);
- $\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ = coeficientes estimados; e
- ε_{it} = termo de erro da empresa i do período t .

Os *accruals* correntes possuem um componente previsível e que pode ser capturado por meio dos *accruals* defasados, que foi acrescido ao modelo. No modelo de estimação dos *accruals* foi incluída uma variável de controle que apresenta o crescimento das vendas. Dechow, Richardson e Tuna (2003, p. 359) acreditam que a empresa que está em crescimento e planeja aumentar as vendas nos períodos futuros, racionalmente aumenta alguns de seus ativos, como estoques.

e) Modelo de Pae (2005)

Pae (2005) propôs um aperfeiçoamento ao modelo Jones (1991) para avaliar o poder de explicação e previsão na estimação de *accruals*. O aperfeiçoamento refere-se à incorporação do fluxo de caixa operacional e *accruals* totais defasados (Equação 8). Este acréscimo foi uma forma de contornar problemas de classificação e de erro de especificação

para empresas com desempenho extremo no fluxo de caixa operacional, conforme Dechow, Sloan e Sweeny (1995) já haviam identificado. Dessa forma, o modelo Jones Aumentado (2005), como ficou conhecido, não trata o fluxo de caixa operacional como uma variável discricionária.

$$TA_{i,t} = \alpha \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 (\Delta R_{i,t}) + \beta_2 (PPE_{i,t}) + \lambda_1 (FCO_{i,t}) + \lambda_2 (FCO_{i,t-1}) + \lambda_3 (TA_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

Em que,

$TA_{i,t}$ = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*; ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*;

$\Delta R_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderado pelo total de ativos no final do período *t-1*;

$\Delta CR_{i,t}$ = variação das contas a receber (líquidas) da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderado pelo total de ativos no final do período *t-1*;

$PPE_{i,t}$ = saldos das contas do ativo imobilizado (bruto) da empresa *i* no final do período *t*, ponderado pelo total de ativos no final do período *t-1*;

$FCO_{i,t}$ = fluxo de caixa operacional da empresa *i* no final do período *t*, ponderado pelo total de ativos no final do período *t-1*;

$FCO_{i,t-1}$ = fluxo de caixa operacional da empresa *i* no final do período *t-1*, ponderado pelo total de ativos no final do período *t-2*;

$TA_{i,t}$ = *accruals* totais da empresa *i* no período *t-1*, ponderado pelo total de ativos no final do período *t-2*;

$A_{i,t-1}$ = total de ativos da empresa *i* no final do período *t-1*;

ε_{it} = termo de erro da empresa *i* do período *t*; e

$\alpha, \beta_1, \beta_2, \lambda_1, \lambda_2, \lambda_3$ = coeficientes estimados.

O modelo proposto por Pae (2005) inclui variáveis que representam o fluxo de caixa operacional e a reversão natural dos *accruals* anteriores. Os procedimentos para estimar *accruals* discricionários são os mesmos do modelo Jones (1991). Pae (2005) conclui que as modificações introduzidas no modelo fizeram com que o mesmo apresentasse melhor poder de explicação do que o modelo de Jones (1991) e o Jones Modificado (1995).

Os modelos apresentados são baseados em *accruals* agregados, em que se procura estimar um nível “normal” de *accruals*, sendo os desvios desse nível considerados evidências

da prática de gerenciamento de resultados contábeis. Jones (1991) rompe com o pressuposto de que os *accruals* não discricionários são constantes ao longo dos períodos. Com base neste modelo foram desenvolvidos vários outros, os quais acrescentam ou redefinem as variáveis explicativas do nível normal de *accruals*.

As vantagens no uso de modelos de *accruals* agregados está relacionado a sua aplicabilidade a um elevado número de empresas, além de permitir a mensuração do montante que está sendo gerenciado, identificando-se se positivo ou negativo (MARTINEZ, 2001). Todavia, este tipo de modelo têm sofrido diversas críticas. Como sugerem Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Kang e Sivaramakrishman (1995) e McNichols (2000), há limitações para o emprego da abordagem de *accruals*, principalmente porque os modelos podem estar sujeitos a erros de medida e de especificação. Se os *accruals* não discricionários são especificados incorretamente, os *accruals* discricionários são, conseqüentemente, erroneamente estimados.

Pesquisadores que revisaram as principais técnicas para obter estimativas de *accruals* discricionários têm apontado pontos fracos na utilização desta metodologia. Os principais comentários estão reunidos no Quadro 1.

Quadro 1: Principais críticas ao uso de modelos de *accruals* agregados

Autores	Pontos fracos
Dechow, Sloan e Sweeney (1995)	Existe a possibilidade de os modelos não estarem bem especificados para empresas com desempenho financeiro extremo. Valores elevados de <i>accruals</i> podem não estar associados à prática de gerenciamento de resultados, mas derivarem naturalmente do aumento das vendas (aumento de receitas) ou do ativo imobilizado (despesas com depreciação). Ainda, montantes pequenos de gerenciamento podem não ser detectados.
Kang e Sivaramakrishnan (1995)	Os modelos podem estar sujeitos a erros de medida e de especificação. Existem problemas de variáveis omitidas, problemas de simultaneidade e o risco das variáveis utilizadas nos modelos estarem afetadas pelo gerenciamento de resultados.
Healy (1996)	Os modelos de <i>accruals</i> não incorporam o efeito de alterações “fundamentais” do negócio (políticas de crédito, qualidade do produto, ciclo de vida da empresa) no nível de <i>accruals</i> . Por isso, conduzem para estimativas erradas de <i>accruals</i> discricionários.
Subramanyam (1996)	A variabilidade dos <i>accruals</i> está relacionada aos fatores econômicos referentes às características da empresa e ao ambiente de divulgação de informações contábeis. Os modelos de estimação falham na distinção dos <i>accruals</i> resultantes de mudanças ocasionadas pelo próprio ambiente econômico e as originadas pela manipulação.
Teoh, Welch e Wong (1998)	Há modelos não consideram que os <i>accruals</i> de curto prazo têm comportamento diferente daqueles de longo prazo.
Arya, Glover e Sunder (1998)	Os modelos têm produzido resultados fracos e inconsistentes em função de problemas de especificação utilizado no processo de estimação dos <i>accruals</i> discricionários, bem como o uso de <i>proxies</i> empíricas não confiáveis. Além disso, a dificuldade em especificar o modelo geral de detecção está relacionada à interpretação limitada sobre o gerenciamento de resultados, como os incentivos dos acionistas para facilitar que os gestores escondam informações, à presença simultânea de duas ou mais situações independentes que induzem ao gerenciamento de resultados.
McNichols (2000)	Não existir na literatura teorias que sustentem o comportamento dos <i>accruals</i> na ausência de gerenciamento de resultados e, por isso, não existe confiança suficiente para inferir sobre as estimativas dos <i>accruals</i> discricionários refletirem o comportamento oportunista dos gestores.
Thomas e Zang (2000)	Como os modelos não têm capacidade de previsão dos <i>accruals</i> , também não possuem grande utilidade para estimar os <i>accruals</i> discricionários.
Paesnell, Pope e Young (2000)	Evidências empíricas são questionáveis devido à má especificação ou pobre poder explicativo dos modelos operacionais. Além disso, existe dificuldade em capturar os efeitos das reversões dos <i>accruals</i> .
Beneish (2001)	Os modelos falham porque não conseguem distinguir os <i>accruals</i> que resultam do poder discricionário da gestão daqueles que resultam de alterações no desempenho econômico da empresa.
Hribar e Collins (2002)	Os <i>accruals</i> obtidos sob a abordagem do balanço patrimonial podem contaminar as evidências empíricas devido, uma vez que existem eventos não operacionais como as fusões e aquisições, descontinuação de operações, reclassificações contábeis e os ganhos e perdas resultantes da conversão das demonstrações financeiras que têm impacto ao nível dos ativos e passivos correntes, mas não ao nível operacional da demonstração de fluxos de caixa. Devido às situações denominadas de “não articulação” pode levar o pesquisador a concluir pela existência de gerenciamento de resultados quando de fato não ocorreu.
Dechow, Richardson e Tuna (2003)	Todos os modelos que procuram extrair o componente discricionário dos <i>accruals</i> podem ser criticados por classificarem os <i>accruals</i> não discricionários como sendo discricionários.
Roychowdhury (2006)	Os modelos propostos para detecção do gerenciamento de resultados não segregam adequadamente o comportamento anormal nos resultados contábeis causados pela manipulação dos <i>accruals</i> e pela manipulação das atividades reais.
Paulo (2007)	Dificuldade prática de encontrar um modelo que estime com precisão o valor dos <i>accruals</i> discricionários. Acredita-se que cada empresa tenha um padrão próprio de comportamento dos <i>accruals</i> e, conseqüentemente, os modelos propostos que buscam mensurar os <i>accruals</i> estão sujeitos à idiosincrasias das empresas.

Fonte: elaborado pela autora.

Kothari (2001), em sua revisão de literatura indica que o modelo KS é o menos popular em pesquisas internacionais. Já nas pesquisas nacionais, Paulo (2007), Martinez (2008) e Baptista (2008) apontam que este modelo tem sido mais utilizado, seguido pelo modelo Jones Modificado (1995). Porém, Paulo (2007) encontrou indícios de que os modelos de Healy (1985), De Angelo (1986), Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e Kang e Sivaramakrishnan (1995) conduzem a resultados bastante semelhantes. Na mesma linha, Paulo, Martins e Corrar (2007) e Formigoni, Antunes e Paulo (2007) concluem que entre o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995) e o modelo de Pae (2005), este último apresentou melhor desempenho.

De uma forma geral, um dos principais pontos no estudo do tema gerenciamento de resultados considera que o gestor tem poder de gerir o lucro líquido (prejuízo) apurado. Apesar de ser relativamente fácil determinar a mudança de saldos de contas por meio dos *accruals*, como discutido, as razões para a mudança em função do gerenciamento de resultados são geralmente desconhecidas ou hipoteticamente formuladas por pesquisadores. A complexidade das atividades das empresas aumenta a dificuldade em se considerar o impacto simultâneo das múltiplas escolhas contábeis e de seus objetivos, bem como das relações entre elas e, conseqüentemente, na determinação das *proxies* de gerenciamento de resultados, como *accruals* discricionários.

Depreende-se, portanto, que segregar corretamente os *accruals* em discricionários e não discricionários incentivou muitos pesquisadores a refinar modelos existentes buscando, assim, melhorar a capacidade preditiva. Contudo, as constantes reformulações não conseguiram eliminar todos os problemas encontrados. Na ausência de uma medida mais precisa de *accruals* discricionários, a decisão por usar determinado modelo é uma questão de escolha do pesquisador. Nesta pesquisa é utilizado o modelo Jones Modificado (1995).

2.6 NORMAS INTERNACIONAIS DE CONTABILIDADE

Para eliminar a coexistência de diferentes práticas contábeis entre países, ou mesmo entre empresas multinacionais, foi alterada em 2000 a estrutura do *International Accounting Standards Committee* (IASC), criado em 1973, para dar origem ao *International Accounting Standards Board* (IASB). Em 2001 o IASB assumiu integralmente a responsabilidade pela configuração de normas internacionais de contabilidade do IASC, denominado de

International Financial Reporting Standards (IFRS), com o objetivo de criar um único conjunto de normas de alta qualidade, compreensíveis e exigíveis globalmente (BALL, 2006).

Em 2005, países-membros da União Europeia passaram a adotar obrigatoriamente o modelo IASB e, desde então, esse modelo tem sido introduzido em países de outros continentes. Além disso, o IASB e o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), órgão normatizador contábil norte-americano, assinaram um acordo em que ambos os organismos se comprometem a buscar a convergência entre seus padrões contábeis (HUNG; SUBRAMANYAM, 2007).

No Brasil, o processo de convergência iniciou-se com a criação em 2005 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), o qual é responsável pela emissão de pronunciamentos técnicos que são, posteriormente, submetidos à aprovação da CVM, do Conselho Federal de Contabilidade (CFC) e, em alguns casos, das agências reguladoras do governo. Diferentemente dos países da União Europeia, que adotaram obrigatoriamente todas as IFRS/IAS a partir de 2005, no Brasil, a convergência às normas internacionais de contabilidade ocorreu em fases distintas, mas complementares.

A primeira fase iniciou com a adoção parcial em 2008 e se estendeu até 2009. Esta fase inclui a vigência da Lei nº 11.638/07 que alterou dispositivos da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76), da medida provisória nº 449/08, posteriormente Lei nº 11.941/09, que instituiu o Regime de Transição Tributária, da adoção do pronunciamento conceitual básico e de 14 pronunciamentos técnicos (com exceção do CPC 09 - Demonstração do Valor Adicionado que não tem uma norma internacional correspondente).

Na adoção parcial, conforme Pronunciamento Técnico 13, as empresas não foram obrigadas a apresentar as demonstrações contábeis de 2007 sob a mesma base de comparabilidade. A segunda fase iniciou em 2010, com a obrigatoriedade das empresas à adequação integral de suas práticas contábeis. Os Pronunciamentos Técnicos 26 e 37 orientaram a elaboração das demonstrações do período anterior em bases comparáveis.

Ramanna e Sletten (2009) expõem que a decisão de um país de adotar as normas internacionais de contabilidade depende de variáveis como: (i) o valor econômico líquido relacionado à manutenção ou expansão do mercado de capitais e à adaptabilidade das instituições de governança; (ii) o valor político líquido que representa o ganho potencial dos países mais poderosos de influenciar o processo e; (iii) a questão da sincronização, ou seja, o apelo por uma maior adesão. Além disso, Watts e Zimmermann (1981) e Ball (2006)

assinalam que a extensão da regulação contábil e a configuração de uma norma, muitas vezes, parecem ser guiadas mais por um processo político do que por um processo econômico, pois certos participantes do mercado recorrem ao *lobby* político quando seus interesses não podem ser atingidos por forças contratuais ou de mercado.

Lima *et al.* (2010), ao analisarem os incentivos de empresas brasileiras de capital aberto no compromisso com o atendimento às normas internacionais no período de adoção parcial, identificaram que as (i) maiores empresas, (ii) as empresas mais expostas ao mercado internacional e (iii) aquelas com maior necessidade de financiamento apresentaram-se mais propensas a adotar as novas disposições contábeis. Por fim, ao examinarem os efeitos da convergência na liquidez de mercado e no custo de capital, os resultados obtidos sugerem que a liquidez de mercado melhorou, porém o custo de capital, embora com coeficiente negativo, não foi estatisticamente significativo.

Para Barth, Landsman e Lang (2008) uma das finalidades das normas contábeis é reduzir as diferenças entre empresas em termos de divulgação, mensuração e método de apresentação. Além disso, alterar a quantidade e a qualidade das informações e restringir ações oportunistas dos gestores na determinação de valores contábeis. Segundo Bushee e Leuz (2005), as normas contábeis forçam as empresas a se comprometerem no futuro, independentemente da situação dos negócios, com melhores níveis de detalhamento das informações divulgadas. Por isso, em um ambiente caracterizado pela assimetria de informação, o compromisso com a divulgação pode levar a formação de contratos mais eficientes.

Nesse sentido, Leuz e Verrecchia (2000) oferecem uma interessante discussão sobre a importância do compromisso com a divulgação em comparação com a divulgação voluntária. Os autores argumentam que a divulgação voluntária pode ser revertida e, portanto, pode não representar necessariamente um compromisso de divulgação no futuro. Isto porque, a distinção entre um compromisso e a divulgação voluntária, é a de que o primeiro implica a decisão da empresa sobre o que divulgar antes de saber o conteúdo da informação, ou seja, uma decisão *ex ante*, ao passo que o último é uma decisão que a empresa faz após observar o conteúdo, ou seja, uma decisão *ex post*.

Para Tyrral, Woodward e Rakhimbekova (2007), Leuz (2003) e Barth (2008), a adoção de um conjunto único de padrões contábeis facilita o acesso a distintos mercados de capitais, dinamiza o fluxo de capital externo, melhora a comparabilidade e compreensibilidade informacional e reduz os custos de informação. Além disso, Falk (1994)

e Armstrong *et al.* (2010) assinalam que se espera limitar com a convergência a habilidade dos gestores de distorcer os dados, reduzir custos de preparação e interpretação das demonstrações financeiras, melhorar as condições de avaliação e de seleção de alternativas de investimento.

Tyrral, Woodward e Rakhimbekova (2007) assinalam, ainda, que os aspectos relevantes das normas internacionais de contabilidade podem ser distorcidos se essas novas normas não forem adequadas às necessidades do mercado de alguns países e das empresas. Da mesma forma, para Leuz e Wysocki (2008) diferenças na qualidade das demonstrações contábeis preparadas segundo as normas internacionais de contabilidade são esperadas, pois a diversidade global dos aspectos econômicos e institucionais entre diferentes países pode eliminar sua efetividade.

Na opinião de Ball (2006) a uniformidade e comparabilidade prometida pela convergência às normas internacionais de contabilidade podem não ocorrer, pois existem incentivos eminentemente locais, como a extensão da influência estatal na economia, sistemas legais, tamanho e abrangência do mercado de capitais, mecanismos de governança, influência fiscal, controle acionário das empresas, entre outros. Para o autor, o IASB é um órgão normatizador e não possui poder de *enforcement*, conseqüentemente pode até incentivar as empresas a adotar o rótulo IFRS, mas não tem como exigir essa prática.

Segundo Scott (2012), existe a concepção de que a formalização de requisitos mínimos ou exigências específicas de divulgação limitaria a liberdade das empresas em escolher o conteúdo, a forma, a quantidade e o momento de divulgar as informações que produzem sobre si mesmas. Por isso, existem argumentos de que os benefícios da regulação da divulgação também estariam na credibilidade das informações disponibilizadas pelas empresas. Scott (2012) sugere existir assimetria de informação entre o regulador e o regulado e, conseqüentemente, isto dificultaria a distribuição dos benefícios da regulação de forma equitativa entre diferentes partes afetadas como, gestores, grandes e pequenos investidores, agências reguladoras, governo e outros.

O principal argumento utilizado pelo IASB é de que as normas internacionais de contabilidade foram desenvolvidas para melhorar a transparência e a qualidade das informações transmitidas pelas empresas (BALL, 2006). No entanto, Dechow e Schrand (2004, p. 2) explicam que devido à existência de múltiplos usos e usuários da informação contábil, a almejada “qualidade” torna-se apenas um conceito fugaz e alusivo, pois pode assumir significados diferentes para diferentes usuários das demonstrações contábeis.

Como forma de estabelecer comparações entre diferentes normas contábeis, Leuz e Verrecchia (2000) constataram empiricamente que empresas alemãs elevaram seus níveis de divulgação após migrarem voluntariamente para as IAS ou para os US-GAAP. Os autores sugerem que o atendimento a essas normas representa um aumento substancial no comprometimento das empresas em termos de mensuração e evidenciação. Isto porque, as empresas poderiam fornecer as informações exigidas pelo IAS ou US-GAAP em seus relatórios, o que não ocorria. Os autores sugerem que a relação entre o custo de capital e o compromisso de divulgação deve ser mais forte do que a relação entre o custo de capital e a divulgação voluntária, porque só um compromisso com a divulgação exige que as informações sejam divulgadas, independentemente do seu conteúdo.

Barth, Landsman e Lang (2008), ao analisarem uma amostra de empresas de 21 países (excluindo os EUA) durante 1990-2003, constataram maior qualidade dos lucros, em média, após a comutação voluntária para normas internacionais. Ainda, os autores observaram menor gerenciamento de resultados, reconhecimento mais oportuno de perdas e maior *value-relevance* dos lucros.

Daske *et al.* (2013) analisaram as consequências econômicas da adoção obrigatória das IFRS em 26 países. Suas análises apontam para benefícios no mercado de capitais apenas em países com forte obrigatoriedade legal. Ainda, a redução constatada no nível de assimetria informacional em um grupo de empresas sob o rótulo de “adotantes” das normas internacionais é reflexo de uma política de comprometimento com a divulgação por parte desse grupo.

Diferentes escolhas contábeis podem estar presentes em diferentes padrões e influenciar o gerenciamento de resultados. Governos e mercados usam vários mecanismos para reduzir o gerenciamento de resultados como padrões contábeis, auditoria, fiscalização e requisitos de divulgação nos mercados financeiros (CHEN *et al.*, 2010). No entanto, Burgstahler, Hail e Leuz (2006) expõem que a aplicação das normas internacionais de contabilidade envolve considerável julgamento, dando ao gestor substancial poder discricionário.

Sob essa perspectiva, algumas pesquisas foram conduzidas para verificar o impacto das normas internacionais de contabilidade na qualidade da informação contábil e, consequentemente, na variação nos níveis de gerenciamento de resultados. Zimmermann e Gontcharov (2003) realizaram uma pesquisa sobre a qualidade da informação contábil estudando a influência das normas contábeis na prática de gerenciamento de resultados na Alemanha. A qualidade informacional é avaliada segundo o nível de gerenciamento de

resultados encontrado para cada amostra, mais especificamente, o *income smoothing*. As evidências sugerem que as demonstrações publicadas conforme US-GAAP apresentam menores níveis de gerenciamento de resultados em relação às demonstrações em normas locais (alemãs) ou em IAS.

Jeanjean e Stolowy (2008) examinaram o efeito da obrigatoriedade da adoção do IFRS sobre o gerenciamento de resultados em empresas da Austrália, França e Reino Unido no período de 2005 a 2006. Eles relatam que o gerenciamento de resultados não diminuiu após a adoção obrigatória do IFRS e até aumentou na França. No entanto, os autores argumentam que esse resultado pode estar restrito à *proxie* utilizada, ou seja, a ideia de gerenciamento de resultados para evitar perdas.

Na análise realizada por Chen *et al.* (2010) sobre mudanças na qualidade contábil antes e após a adoção integral das normas internacionais em 2005 em empresas de 15 países da União Europeia, destaca-se que os autores identificaram uma redução no gerenciamento de resultados para se atingir lucro-meta e na magnitude de *accruals* discricionários absolutos. Os autores também encontraram indícios de que as empresas da amostra se envolveram mais em alisamento de resultados. Isto sugere que o gerenciamento de resultados ocorreu como forma de comunicar informações privadas aos participantes do mercado.

Klann e Beuren (2012), ao analisarem a influência do processo de convergência às normas contábeis internacionais no nível de gerenciamento de resultados em 721 empresas inglesas, do período de 2002 e 2003 (pré IFRS) e de 2006 e 2007 (pós IFRS), e de 170 empresas brasileiras, dos anos de 2007 (pré convergência) e 2009 (pós convergência), identificaram que após a adoção das IFRS pelas empresas inglesas, houve redução nos níveis de gerenciamento de resultados contábeis. Porém, nas empresas brasileiras ocorreu o inverso. A convergência às normas internacionais teria aumentado o gerenciamento de resultados em comparação com as empresas inglesas.

Silva (2013) fornece evidências empíricas de que no Brasil houve um aumento na qualidade da informação contábil após a convergência integral às normas internacionais de contabilidade. As evidências obtidas indicam que após a convergência completa o gerenciamento de resultados foi reduzido enquanto que o conservadorismo condicional, a relevância e a tempestividade da informação registraram um aumento. Além disso, documentou uma redução no custo de capital.

Pode-se dizer, também, que se insere nessa perspectiva temática a pesquisa de Lopes e Tukamoto (2005). Os autores investigaram, em uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto, diferenças nos níveis de gerenciamento de resultados decorrentes do tipo de norma contábil adotada e se as exigências advindas do processo *cross listing* refletiriam na qualidade informacional das demonstrações contábeis. O período delimitado para a análise foi dezembro de 2005 a dezembro de 2003. Para o cálculo do gerenciamento de resultados utilizaram as medidas desenvolvidas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e o modelo de Jones Modificado. Como resultado, os níveis de gerenciamento de resultados entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs (*American Depositary Receipts*) e aquelas não-emissoras de ADRs não se apresentaram estatisticamente diferentes. Não foi observada diferença nos níveis de gerenciamento de resultados na comparação entre as companhias emissoras de ADRs com demonstrações contábeis divulgadas em US-GAAP e em práticas contábeis adotadas no Brasil. Em síntese, os autores não constataram níveis diferenciados de gerenciamento de resultados em função da norma adotada e, portanto, que o nível da qualidade informacional dos números divulgados pode interferir nos níveis de gerenciamento de resultados.

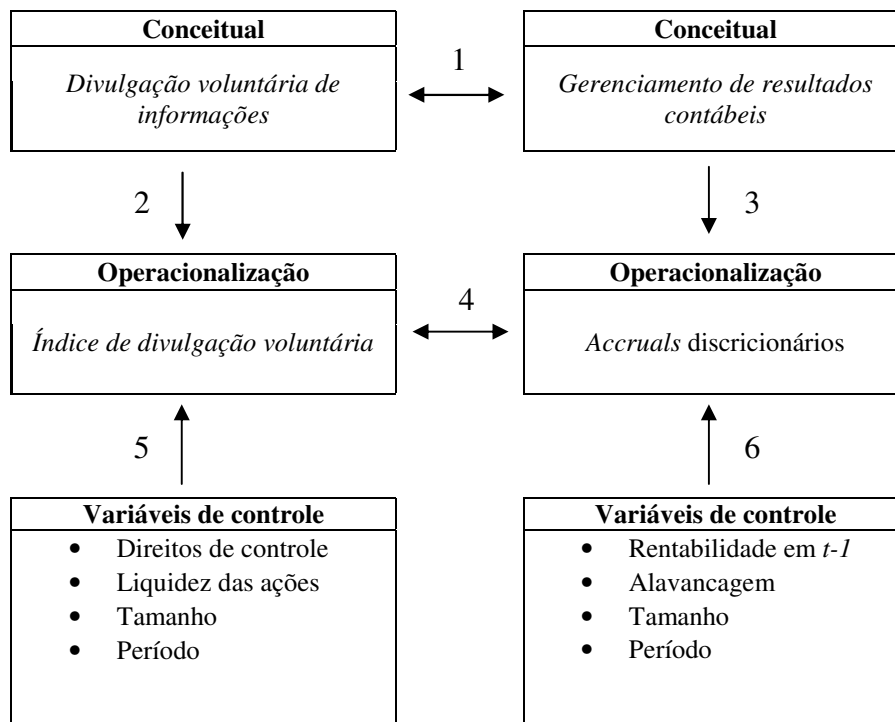
Em síntese, sob a perspectiva das vantagens e desvantagens da adoção de um conjunto uniforme de normas de contabilidade foram desenvolvidas pesquisas - eminentemente internacionais - para avaliar o comprometimento das empresas em atender as novas exigências e o impacto da convergência na qualidade do lucro. Seus esforços concentraram-se na análise dos efeitos da convergência nas propriedades de divulgação compulsória e realizaram comparações entre empresas de diferentes ambientes institucionais, mas também entre empresas de um mesmo país. Ao documentarem substanciais diferenças no comportamento da divulgação obrigatória entre países e empresas, permitem inferir que práticas uniformes de contabilidade não eliminam completamente as diferenças nacionais. Quando tomam um único ambiente econômico para a análise, chamam a atenção para a dificuldade em se avaliar mudanças no conteúdo das informações divulgadas, bem como em separar o potencial impacto da convergência de outras mudanças concorrentes que podem influenciar os resultados.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Neste capítulo explicita-se a estratégia de investigação adotada que suporta os resultados reportados e discutidos nesta pesquisa. Inicialmente apresenta-se a parametrização aplicada para medir a divulgação voluntária, o gerenciamento de resultados e demais variáveis investigadas. Por se tratar de uma pesquisa empírica-analítica, com aplicação da inferência estatística expõem-se os critérios utilizados para a determinação da amostra e os aspectos econométricos que respaldam o modelo operacional empregado.

Na Figura 1 as variáveis utilizadas neste estudo são apresentadas considerando-se o modelo operacional para o teste de hipótese.

Figura 1: Esquema de encadeamento entre as variáveis investigadas



Fonte: elaborado pela autora.

O *link* 1 representa os aspectos teóricos subjacentes ao modelo de teste. Tendo em vista que nenhuma teoria pode ser diretamente testada, a análise dos resultados é conduzida pela associação entre a *proxy* denominada *accruals* discricionários e o índice de divulgação

voluntária (*link* 4). Esta associação pode sofrer influência de outros fatores entendidos como variáveis de controle (*links* 5 e 6). Para tanto, as ligações entre os conceitos e as definições operacionais (*links* 2 e 3) são conectadas às definições operacionais das variáveis conceituais.

A hipótese de pesquisa supõe que o gerenciamento de resultados contábeis e a divulgação voluntária de informações sejam negativamente relacionados, pois se fundamenta nas relações de cada uma dessas variáveis com a assimetria informacional. No entanto, não é claro se a decisão de divulgar voluntariamente determinada informação resulta do desejo de gerenciar os resultados contábeis, ou se a capacidade dos gestores em gerenciar os resultados decorre de uma escolha, *a priori*, da política de divulgação voluntária da empresa. Este aspecto sugere que a política de divulgação voluntária das empresas e as decisões de gerenciar os resultados contábeis tendem a ser simultaneamente determinadas.

Essa potencial simultaneidade está representada nos *links* 1 e 4, embora também seja possível uma relação sequencial. Para explicar esta potencial simultaneidade, estima-se a relação entre a *proxy* para gerenciamento de resultados e o índice de divulgação voluntária usando um sistema de equações simultâneas, conforme apresentado na seção 3.6.1. Nas seções seguintes, apresenta-se a descrição de cada uma das variáveis indicadas nesse esquema.

3.1 ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA (IDV)

Embora pesquisadores tenham direcionado seus esforços para investigar práticas de divulgação voluntária e, em particular seus determinantes e consequências no mercado de capitais, Healy e Palepu (2001) assinalam que umas das principais limitações nesses estudos é a dificuldade de medir a extensão da divulgação voluntária.

As principais medidas de divulgação voluntária incluem *self-constructed index*, como os desenvolvidos por Cooke (1989, 1992), Botosan (1997), Alencar (2005), Lima (2007), Francis, Nanda e Olsson (2008), Múrcia (2009) e *rankings* de divulgação gerados externamente, como o *rank* da *Association for Investment Management and Research* – AIMR e o da *Standard and Poor's* – S&P, utilizados por Lang, Lundholm (1993), Welker (1995), Botosan e Plumlee (2001), Lobo e Zhou (2001).

Uma das principais dificuldades na construção de medidas de divulgação voluntária deve-se às divergências sobre o que efetivamente contemplar. Hall (2002) argumenta que a aparente falta de consenso sobre os itens que deveriam constar em uma métrica relaciona-se à diversidade de usuários da informação contábil. Como resultado, a avaliação da divulgação voluntária frequentemente fundamenta-se na percepção subjetiva do pesquisador e não no efetivo uso das informações pelos usuários.

A seleção de itens de divulgação voluntária depende do contexto econômico de determinado país e, principalmente, das características regulatórias do mercado de capitais no qual a empresa reporta. Por isso, Botosan (2004) assinala que existem diferentes métricas criadas para melhor explorar o que é subjacente ao objetivo da pesquisa ou pela especificidade do contexto em análise. Segundo Francis, Nanda e Olsson (2008), a principal desvantagem encontrada em *self-constructed* é a replicação por outros pesquisadores, pois sua mensuração depende do julgamento do pesquisador envolvido no processo de codificação.

a) Construção da métrica de divulgação voluntária

Para esta pesquisa foi desenvolvida uma métrica de divulgação voluntária fundamentando-se nos estudos pregressos sobre divulgação voluntária de Alencar (2007), Lima (2007) e Múrcia (2008). Mesmo assim, este procedimento não elimina certa subjetividade na seleção dos itens que a compõem, o que constitui uma limitação do estudo.

A decisão de construção da métrica foi motivada por duas razões: (i) nota-se que *self-constructed* aumentam a confiança do que o pesquisador pretende capturar (HEALY, PALEPU, 2001); (ii) as exigências de divulgação por órgãos reguladores e as mudanças nos GAAPs podem ao longo do tempo, como sugere Dye (1985, 1986), alterar a natureza voluntária ou obrigatória das informações disponibilizadas aos participantes do mercado de capitais. Este último aspecto, também, foi considerado por Francis, Nanda e Olsson (2008) ao adaptarem de Botosan (1997) sua métrica de divulgação voluntária.

Alencar (2007) investigou a relação entre divulgação voluntária e o custo de capital próprio no Brasil. Utilizou uma amostra de 50 empresas mais líquidas da BM&FBovespa com dados para os anos de 1998, 2000, 2002, 2004 e 2005. Para mensurar a divulgação voluntária construiu o Índice de *Disclosure* Brasileiro (IDB) com 47 itens estruturados em 6 categorias: (a) Informações gerais sobre a empresa, (b) Relações com empregados e administradores, (c)

Informações não-financeiras sobre mercado, vendas e produtos, (d) Projeções, (e) Discussões e análises de dados financeiros, (f) Outras informações.

Lima (2007) explorou a relação entre a divulgação voluntária e o custo de capital de terceiros. Para desenvolver a pesquisa, considerou 23 empresas listadas na BM&FBovespa ao longo do período de 2000 a 2004. O *check-list* do grau de evidenciação do *disclosure* voluntário, como denominado pelo autor, contempla 53 itens, dos quais 31 são de caráter ambiental distribuídos em 16 tópicos: (a) informações adicionais do Relatório de Administração, (b) Demonstração do Resultado do Exercício, (c) Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido; (d) *Lay-out* das Notas Explicativas e Relatório de Administração, (e) Relatórios adicionais, (f) Outras informações, (g) Demonstração do Valor Econômico Agregado, (h) Informações ambientais, (i) Auditoria ambiental, (j) Sistema de gerenciamento ambiental, (l) Impactos ambientais, (m) Energia, (n) Informações financeiras ambientais, (o) Outras informações ambientais, (p) Floretas, (q) Água.

Múrcia (2009) analisou os fatores que explicam o nível de divulgação voluntário das 100 maiores companhias listadas na BM&FBovespa no período de 2006 a 2008. A métrica de divulgação voluntária foi formada por 92 itens, distribuídos em três grupos: Econômico, Social e Ambiental. Os 43 itens de caráter econômico foram agrupados em 6 categorias: (a) Ambiente de negócios, (b) Atividade operacional, (c) Aspectos estratégicos, (d) Informações financeiras, (e) Índices financeiros, (f) Governança corporativa. Os 49 itens de caráter sócio-ambiental foram agrupados em 11 categorias: (a) Informações financeiras sociais, (b) Produtos/serviços, (c) Colaborados (não administradores); (d) Políticas ambientais, (e) Gestão e auditoria ambiental, (f) Impactos dos produtos e processos no meio ambiente, (g) Energia, (h) Informações financeiras ambientais, (i) Educação e pesquisa ambiental, (j) Mercado de crédito de carbono, (l) Outras informações ambientais.

As métricas desenvolvidas por Alencar (2007), Lima (2007) e Múrcia (2009) foram concebidas a partir de referências nacionais e internacionais e aplicadas em diferentes contextos informacionais do mercado de capitais brasileiro. Particularmente, este último aspecto, aliado ao recorte temporal definido para esta pesquisa, tornou necessário rever a natureza voluntária dos itens de divulgação considerados por estes autores. Tal fato já representa uma das contribuições desta dissertação.

A abordagem adotada para a construção da métrica foi a de identificar, a partir de regulamentos atuais da CVM, elementos que mantiveram sua natureza voluntária de divulgação para todo o período abrangido por esta pesquisa. Adicionalmente, foi expandido o

conjunto de divulgação para além daqueles analisados por Alencar (2007), Lima (2007) e Múrcia (2008).

Considera-se que o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade e a substituição do Formulário de Informações Anuais (IAN) pelo Formulário de Referência (FR) promovido pela Instrução Normativa nº 480/09 da CVM, descaracterizou a natureza de alguns itens que antes eram considerados de divulgação voluntária.

O inciso II do art. 21 da Instrução Normativa nº 480/09 determinou a obrigatoriedade de preenchimento do Formulário de Referência para as companhias abertas. Segundo Donaggio e Prado (2011), a CVM ao instituir o FR se baseou em exigências da SEC de preenchimento dos *Forms* 3, 4 e 5 exigidos após o advento da Lei Sarbanes-Oxley de 2002, bem como da *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) do preenchimento do *Document de Référence* para empresas de capital aberto.

Em comparação ao IAN, a natureza, volume e o detalhamento de informações a serem prestadas à CVM por meio do FR aumentaram, principalmente em relação à exposição dos (i) fatores de risco, (ii) comentários dos administradores acerca do endividamento e fontes de financiamento da companhia, e (iii) remuneração dos administradores. Identificaram-se, ainda, outros requisitos de divulgação voluntária substituídos por requisitos de divulgação obrigatória, como a Demonstração dos Fluxos de Caixa, Demonstração do Valor Adicionado, informações por segmentos, subvenções governamentais, entre outras. Por isso, não foram considerados na métrica informações acerca dessas questões.

Como resultado final, obteve-se uma métrica composta por 27 itens de divulgação voluntária dispostos em quatro categorias: (1) Visão de mercado, (2) Estratégia corporativa, (3) Desempenho econômico-financeiro e, (4) Aspectos operacionais, conforme apresentado no Quadro 2.

Quadro 2: Categorias do Índice de Divulgação Voluntária (IDV)

Visão de mercado			
Informações relacionadas à percepção da administração acerca da dinâmica do ambiente econômico, competitivo e regulatório do(s) mercado(s) em que a empresa atua.	Estratégia corporativa		
	Informações relacionadas à explicação da estratégia corporativa para a criação de valor aos acionistas com base nos objetivos, planos ou metas. Inclui estratégia de gestão de riscos e estrutura organizacional, bem como informações acerca das estruturas de alinhamento de interesses, como práticas de governança corporativa e sistema de incentivos aos executivos.	Desempenho econômico-financeiro	
		Análise de indicadores econômico-financeiros utilizados para monitorar o desempenho financeiro da companhia. Portanto, inclui parâmetros como custo de capital próprio, valor econômico adicionado e os resultados por segmentos ou unidades de negócio.	Aspectos operacionais Informações acerca das ações empreendidas pela administração para executar sua estratégia. Descrição das atividades operacionais, bem como informações sobre inovação, desenvolvimento de marcas, formação do capital intelectual, relacionamento com consumidores, cadeia de fornecimento.

Fonte: elaborado pela autora.

As categorias foram definidas a partir da perspectiva adotada nas métricas existentes de divulgação voluntária e, ainda, norteadas pelos temas abordados nos manuais de finanças corporativas. Ross, Westerfield e Jordan (2008, p. 48), expõem que “o único padrão de medida significativo para avaliação das decisões empresariais é saber se as decisões criam ou não valor econômico.” De acordo com Brealey, Myers e Allen (2013, p. 1) pode-se dizer que os acionistas de uma empresa diferem sobre muitos aspectos, “tais como suas posses, tolerância a riscos e horizonte de investimentos”, porém, desejam que o gestor, aumente o valor da empresa e o preço corrente de seus títulos a partir de decisões de financiamento e de investimento.

Entende-se que a tomada de decisão para a criação de valor seja norteadas por uma visão de mercado, pela estratégia corporativa adotada, por aspectos operacionais e análise do desempenho econômico-financeiro. O conteúdo de cada uma das quatro categorias, embora bastante abrangente, resume a intenção do pesquisador e contribuiu para direcionar que itens de natureza voluntária constituiriam a métrica. Os itens que compreendem a métrica estão elencados no Quadro 3.

Quadro 3: Itens que compõem a métrica de divulgação voluntária

Categorias	Referência	Itens	
Visão de mercado	Alencar (2007) Múrcia (2009)	1	Análise da concorrência
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	2	Participação de mercado (<i>market share</i>)
	Pesquisador	3	Avaliação das principais tendências econômicas de mercado
	Pesquisador	4	Influência do Estado nas atividades da companhia
Estratégia corporativa	Alencar (2007) Múrcia (2009)	5	Planos e objetivos corporativos
	Pesquisador	6	Alinhamento das ações da companhia com os objetivos estabelecidos
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	7	Perspectiva de novos investimentos
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	8	Projeções de vendas
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	9	Projeções de lucros
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	10	Projeções de fluxos de caixa
Desempenho econômico-financeiro	Alencar (2007)	11	Variação ocorrida no nível dos estoques de mercadorias para venda, de insumos ou de produtos acabados
	Alencar (2007)	12	Variação ocorrida no nível de recebíveis
	Alencar (2007)	13	Variação ocorrida no volume das vendas
	Alencar (2007)	14	Variação no nível das despesas administrativas e comerciais
	Alencar (2007)	15	Variação ocorrida no resultado operacional
	Alencar (2007) Lima (2007) Múrcia (2009)	16	Custos das mercadorias vendidas, dos produtos fabricados ou serviços prestados
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	17	Efeito financeiro proveniente da captação de recursos de terceiros de curto e longo prazo
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	18	Efeito financeiro proveniente da aplicação de recursos próprios
	Múrcia (2009)	19	Comportamento do valor das ações ordinárias e preferenciais
	Alencar (2007) Lima (2007) Múrcia (2009)	20	Indicadores econômicos e financeiros globais (EVA, EBITDA, MVA)
	Lima (2007)	21	Custo de capital próprio
Aspectos operacionais	Múrcia (2009)	22	Produção corrente em relação à capacidade instalada
	Múrcia (2009)	23	Medidas de eficiência operacional
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	24	Dependência de tecnologia, de fornecedores, de clientes ou de mão de obra
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	25	Investimentos/desinvestimentos realizados
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	26	Investimento de recursos em gestão do capital humano
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	27	Investimento de recursos em projetos de educação, cultura e desenvolvimento social

Fonte: elaborado pela autora.

Botosan (1997) destaca que as informações sobre estratégia corporativa, objetivos de gestão e informações sobre mercados em que a companhia atua são úteis aos investidores, pois possibilitam entender o ambiente de negócio. Além disso, os comentários dos diretores sobre os resultados alcançados permitem a análise de tendências e a avaliação da consistência destes ao longo do tempo. Da mesma forma, a autora considera que as projeções fornecem aos participantes do mercado, em especial aos analistas financeiros, subsídios para avaliar o valor do benefício econômico futuro dos investimentos realizados.

b) Codificação dos itens da métrica de divulgação voluntária

A compilação de itens de divulgação voluntária em relatórios anuais é o ponto-chave para formação de um índice de divulgação. Portanto, Leuz e Wysocki (2008) assinalam que no processo de construção de uma métrica de divulgação, o pesquisador necessita considerar que a divulgação voluntária tende a ser apresentada de forma narrativa pelas empresas.

Beattie, McInnes e Fearnley (2004) e Berreta e Bozzolan (2007) observam que para a operacionalização e checagem da presença de informações, os pesquisadores têm utilizado a análise de conteúdo. Segundo Bardin (1995), a Análise de Conteúdo é uma técnica empregada em estudos que desejam identificar de maneira sistemática a natureza das mensagens. Pode ser aplicada em conteúdos extremamente diversificados, pois objetiva a codificação de informações qualitativas de forma a facilitar o processo de inferência quantitativa pelo pesquisador do conteúdo manifesto no texto, se este for o caso.

Para a utilização da técnica de Análise de Conteúdo necessita-se de planejamento e de uma estruturação prévia do que se pretende verificar. Como apresentado anteriormente no Quadro 3, tem-se uma métrica de divulgação que é delineada por 4 categorias e 27 itens (informações que compreendem as categorias), em função das quais será classificado e quantificado o conteúdo dos relatórios avaliados. Para tornar o processo de coleta da variável índice de divulgação voluntária mais precisa e confiável, as definições operacionais, ou seja, a explicação do conteúdo (escopo) informacional que se espera encontrar para cada um dos itens da métrica de divulgação voluntária está no Apêndice A.

A unidade de análise são as sentenças em seu contexto. Para codificá-las, analisou-se o tipo de informação, definido como a maneira pela qual a informação foi apresentada nos relatórios. A regra de decisão para a codificação considerou: (i) se alguma sentença tem mais

de uma classificação possível, foi classificada na categoria mais enfatizada na sentença; (ii) tabelas e gráficos (monetários ou não monetários) que fornecem informações classificadas em alguma categoria foram interpretados como uma linha igual a uma sentença e classificada como esta.

O esquema de codificação dos itens da métrica foi realizado pelo alinhamento do enunciado do item ao conteúdo das sentenças dos textos, conforme:

- *Informação ausente*: 0 (zero) ponto quando nenhuma informação é apresentada sobre o item em análise;
- *Informação declarativa*: 1 (um) ponto quando somente a informação qualitativa é apresentada e expressa em termos puramente descritivos;
- *Informação declarativa e quantitativa (monetária e não-monetária)*: 2 (dois) pontos se a informação é apresentada de forma declarativa e expressa em números de natureza financeira e não-financeira.

Em função desse critério de codificação, as empresas da amostra receberam uma pontuação individual absoluta que variou de 0 a 54 pontos (27 itens x 2 pontos, no máximo). Para o cálculo do Índice de Divulgação Voluntária (IDV) foi dividida a pontuação absoluta de cada empresa em cada ano pela pontuação absoluta máxima, resultando em um índice com valores na escala de 0 a 1. Valores mais próximos de 1 representam a melhor divulgação de informações econômicas e financeiras.

Raffounier (1995) e Houlthausen e Watts (2001) comentam que as informações contábeis destinam-se a diversos usuários e, nem os usuários de determinado grupo (investidores, por exemplo) reagem de forma homogênea as mesmas informações que recebem. Neste sentido, Francis, Nanda e Olsson (2008) expõem que a codificação pela simples ponderação é comumente usada por pesquisadores. A mensuração do IDV nesta pesquisa explora o fato de algumas empresas melhor detalharem suas informações e, portanto, a atribuição dos pontos aos itens da métrica avalia tanto os atributos informacionais descritivos como quantitativos do que é divulgado sem considerar um usuário específico, mas o detalhamento da informação.

c) Validação do Índice de Divulgação Voluntária (IDV)

Para verificar a confiabilidade interna do Índice de Divulgação Voluntária (IDV) foi realizado o teste de alfa de Cronbach. Este teste está presente em pesquisas que utilizam questionários para coletar os dados e, segundo Maroco e Garcia-Marques (2006), permite identificar se existem questões enviesadas no instrumento de pesquisa.

A consistência interna de um instrumento mensurado pelo alfa de Cronbach varia de 0 a 1 e, representa a média de todos os coeficientes de correlação entre o *score* de cada item da medida e o *score* total dos demais itens. É comumente utilizado como corte de validação o valor de alfa igual a 0,7. Entretanto, segundo Maroco e Garcia-Marques (2006, p. 73), em alguns cenários de investigação, como nas ciências sociais, um alfa de 0,6 é considerado aceitável. Abaixo desse valor, a confiabilidade do instrumento é inadmissível.

A aplicação do Alfa de Cronbach para a métrica de divulgação nesta pesquisa foi realizada *ex-post* a coleta dos dados. Os valores obtidos são apresentados com a análise dos resultados no Capítulo 4.

3.2 MODELO PARA ESTIMAR OS *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS

A estimação dos *Accruals* Discricionários (DA), *proxy* de gerenciamento de resultados, foi realizada por meio do cálculo dos *Accruals* Totais (TA) e *Accruals* Não Discricionários (NDA). Os *accruals* totais foram obtidos por meio do enfoque do Balanço Patrimonial e os *accruals* não discricionários por meio do modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995). No Quadro 4 apresentam-se as etapas do processo de estimação dos *accruals*.

Quadro 4: Etapas para estimação dos *Accruals* Discricionários (DA)

Etapas	Equações
I	$TA_{i,t} = (\Delta AC_{i,t} - \Delta Disp_{i,t}) - (\Delta PC_{i,t} - \Delta Div_{i,t}) - Depr_{i,t}/A_{i,t-1}$
II	$TA_{i,t} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta R_{i,t} - \Delta CR_{i,t}) + \alpha_3 (PPE_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$
III	$NDA_{i,t} = \hat{\alpha}_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\alpha}_1 (\Delta R_{i,t} - \Delta CR_{i,t}) + \hat{\alpha}_1 (PPE_{i,t})$
IV	$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t}$
<p> $TA_{i,t}$ = <i>accruals</i> totais da empresa <i>i</i> no período <i>t</i>; $NDA_{i,t}$ = <i>accruals</i> não discricionários da empresa <i>i</i> no período <i>t</i>; $DA_{i,t}$ = <i>accruals</i> discricionários da empresa <i>i</i> no período <i>t</i>; $\Delta AC_{i,t}$ = variação do ativo circulante da empresa <i>i</i> no final do período <i>t-1</i> para o final do período <i>t</i>; $\Delta Disp_{i,t}$ = variação das disponibilidades da empresa <i>i</i> no final do período <i>t-1</i> para o final do período <i>t</i>; $\Delta PC_{i,t}$ = variação do passivo circulante da empresa <i>i</i> no final do período <i>t-1</i> para o final do período <i>t</i>; $\Delta Div_{i,t}$ = variação de financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa <i>i</i> no final do período <i>t-1</i> para o final do período <i>t</i>; $Depr_{i,t}$ = montante de depreciação, amortização e exaustão da empresa <i>i</i> durante o período <i>t</i>; $A_{i,t-1}$ = total do ativo da empresa no final do período <i>t-1</i>; $\Delta R_{i,t}$ = variação das receitas líquidas da empresa <i>i</i> do período <i>t-1</i> para o período <i>t</i>, ponderado pelo total de ativos no final do período <i>t-1</i>; $\Delta CR_{i,t}$ = variação das contas a receber (líquidas) da empresa <i>i</i> do período <i>t-1</i> para o período <i>t</i>, ponderado pelo total de ativos no final do período <i>t-1</i>; $PPE_{i,t}$ = saldos das contas do ativo imobilizado (bruto) da empresa <i>i</i> no final do período <i>t</i>, ponderado pelo total de ativos no final do período <i>t-1</i>; α, α_1 e α_2 = coeficientes estimados; e ε_{it} = termo de erro da empresa <i>i</i> do período <i>t</i>. </p>	

Fonte: elaborado pela autora.

As estimativas obtidas para os coeficientes α_1 , α_2 e α_3 (etapa 2) são utilizadas para estimar os *accruals* não discricionários. Finalmente, os *accruals* discricionários são obtidos pela diferença entre *accruals* totais e *accruals* não discricionários. Neste sentido, os *accruals* discricionários são os resíduos da regressão. Quanto mais distante de zero (positiva ou negativamente) estiver o resíduo, maior será o nível de gerenciamento de resultados.

3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Para melhor especificação do modelo estatístico foram incluídas variáveis de controle selecionadas com base na possível influência que exercem na variável dependente e independente. Caso as variáveis de controle sejam omitidas e estejam fortemente correlacionadas às demais variáveis do modelo, a relação entre as variáveis de interesse pode não ser evidenciada da melhor forma.

O método de estimação por equações simultâneas (seção 3.6.1) requer o emprego de duas equações na construção do modelo (uma considerando *accruals* discricionários como dependente e outra o índice de divulgação voluntária). No Quadro 5 apresentam-se as variáveis selecionadas e a relação estatística esperada.

Quadro 5: Resumo das variáveis de controle

Nome da variável	Cód.	Definição operacional	Mensuração	Relação esperada	
				DA	IDV
Direitos de controle	DCON	Concentração de ações ordinárias	Percentual de ações ordinárias do acionista controlador ou daqueles que participam do acordo de acionistas		-
Liquidez	LIQ	Liquidez das ações	Fórmula utilizada pela BM&FBovespa com base nos volumes de negociações de ações ao longo dos 12 meses anteriores		+
Tamanho	TAM	Porte da empresa	\ln do ativo total	-	+
Período	IFRS	<i>Proxy</i> que indica o período de convergência	Assume valor igual a 0 (zero) nos anos de 2005 a 2007 e, valor igual a 1 (um) de 2008 a 2012	+/-	+/-
Rentabilidade	ROA_{t-1}	Rentabilidade operacional da empresa	Razão entre o lucro operacional e o ativo total médio, defasada em um período	+	
Alavancagem	ALAV	Endividamento da empresa	Razão entre o exigível de curto e longo prazo e o ativo total médio	+	

Fonte: elaborado pela autora.

O racional para a utilização de cada uma dessas variáveis é descrito na sequência:

a) Direitos de controle (DCON)

Segundo Sheifler e Vishny (1997), a estrutura de propriedade pode influenciar no grau de monitoramento dos gestores da empresa. Em ambientes de fraca proteção legal, a presença de grandes investidores nas empresas poderia contornar problemas de agência decorrentes da falta de monitoramento, pois é de interesse desses investidores a maximização do valor da empresa. Por outro lado, Sheifler e Vishny (1997) também argumentam que a presença de grandes acionistas leva a efeitos negativos. Esses efeitos estariam associados à busca de benefícios privados de controle e, conseqüentemente, expropriação dos acionistas minoritários.

No Brasil o controle é bastante concentrado. De acordo com Carvalhal-da-Silva (2004), Andrade e Rosseti (2006) e Lopes e Alencar (2010), a figura de um único acionista majoritário, o qual detém mais de 50% das ações com direito a voto é a que prevalece. Além disso, para manter os benefícios privados do controle predomina a emissão de ações com direitos de voto limitados (ações preferenciais), arrajos de propriedade cruzada de ações e a formação de estrutura piramidal.

De acordo com Ball, Robin e Wu (2003) e Leuz (2006), quanto mais concentrado a estrutura de propriedade, menores são os índices de divulgação de informação. Esta condição ocorre porque, geralmente, investidores que possuem uma percentagem significativa de ações participam da tomada de decisão interna, fazem parte do conselho de administração e, conseqüentemente, têm acesso direto às informações de forma mais tempestiva. Portanto, espera-se uma relação negativa entre divulgação voluntária de informações e a concentração de controle.

Existem muitas formas de se obter uma medida para concentração acionária (OKIMURA, SILVEIRA, ROCHA, 2004). Silveira *et al.* (2009) utilizaram o percentual de ações ordinárias detidas pelo maior acionista e pelos três principais acionistas. Múrcia (2009) utilizou uma variável dicotômica, com valor igual a 1 (um), caso o principal acionista detivesse menos de 50% das ações ordinárias, e valor igual a 0 (zero), caso detivesse 50% ou mais. Neste estudo, o controle acionário foi medido diretamente pelo percentual de ações ordinárias de posse do acionista controlador e, em casos específicos, a soma do percentual de ações ordinárias de posse dos acionistas que participam do acordo de acionistas.

b) Liquidez (LIQ)

A disponibilização de informações pelas empresas ao mercado reduz a assimetria informacional e, conseqüentemente, pode aumentar a liquidez dos títulos transacionados (LEUZ; VERRECCHIA, 2000).

O Índice de Liquidez foi obtido no banco de dados Economática[®]. Ele é calculado pela fórmula

$$LIQ = 100 \left(\frac{p}{q} \right) \sqrt{\left(\frac{n}{N} \frac{v}{V} \right)} \quad (9)$$

Em que,

- LIQ = índice de liquidez da ação;
- p = número de dias em que houve ao menos um negócio com a ação no período;
- q = número total de dias analisado;
- n = número de negócios com ação no período analisado;
- N = número de negócios com todas as ações listadas no período;
- v = volume, em dinheiro, negociado com a ação no período analisado; e
- V = volume em dinheiro negociado com todas as ações no período.

De acordo com Silveira (2004, p. 110), um índice muito baixo de liquidez de uma ação aumenta a probabilidade do valor de mercado não representar a realidade dos negócios da empresa, tendo impacto no retorno das ações. Espera-se que a liquidez das ações tenha relação positiva com o índice de divulgação voluntária.

c) Porte da empresa (TAM)

Trata-se de uma *proxy* para o porte da empresa frequentemente medida pelo Logarítmo Natural (\ln) do ativo total ou da receita líquida (FRANCIS; SCHIPPER; VINCENT, 2002; FRANCIS *et al.* 2005; GU; LEE; ROSETT, 2005; MÚRCIA, 2009; ALMEIDA, 2010). De acordo com Gu, Lee e Rosset (2005), em relação às pequenas empresas, as grandes empresas são as que mais desfrutam dos benefícios de economia de escala. Suas operações tende a ser mais consistentes e, até mesmo, diversificadas. Isto faz com que apresentem menor volatilidade operacional global e, conseqüentemente, menor variabilidade nos *accruals* discricionários. Watts e Zimmerman (1986) sugerem que, grandes empresas são mais susceptíveis a suportarem custos políticos mais elevados se confirmado que gerenciaram seus resultados. Assim, os gestores dessas empresas têm menos incentivos ao gerenciamento de resultados do que pequenas empresas. Espera-se que o porte da empresa esteja negativamente relacionado com o gerenciamento de resultados.

Pode-se notar, também, que muitos atributos do ambiente de divulgação também estão correlacionados com o tamanho da empresa. Por exemplo, as grandes empresas tendem a ser acompanhadas por um maior número de analistas de mercado e investidores institucionais e são auditadas pelas *big four*.

Em relação ao volume de informações divulgadas voluntariamente, espera-se encontrar uma relação positiva. De acordo com Wallace e Naser (1995), analistas de mercado tendem a dar preferência às empresas de grande porte e, conseqüentemente, tais empresas seriam levadas a disponibilizar informações mais detalhadas acerca de suas atividades. Depoers (2000) assinala que empresas de grande porte possuem departamento de contabilidade melhor estruturado, o que contribui para a prestação de informações ao público externo. Ainda, segundo Leuz e Wysocki (2008), é coerente supor que empresas menores seriam mais sensíveis a parcela de custos fixos relativos à produção e à disseminação das informações.

d) Período (IFRS)

O período de análise é marcado pelo processo de convergência do GAAP local às normas internacionais de contabilidade, o qual reflete a mudança de um sistema baseado em regras para um sistema baseado em princípios. Segundo Martins (2012), a aplicação das normas internacionais de contabilidade é guiada por regras mais amplas de mensuração e de reconhecimento para refletirem a substância econômica mais do que a forma legal.

Ball (2006) assinala que o objetivo declarado pelo IASB é o de aumentar a qualidade do conjunto de demonstrações contábeis e, conseqüentemente, tornar as empresas mais transparentes para os investidores. Embora existam pontos de vista contrastantes, Psaros e Trotman (2004) e Segovia, Arnold e Sutton (2009) assinalam que estes efeitos contribuiriam para a redução no nível de gerenciamento de resultados. Há de se considerar, também, que Watts e Zimmerman (1986) e Beyer *et al.* (2010) sugerem que, a habilidade da administração em gerenciar os resultados pode diminuir quando da emissão de uma nova norma, pois as alterações introduzidas modificam o conteúdo e as práticas de reconhecimento, mensuração e divulgação antes praticadas pelas empresas.

Sob o ponto de vista da divulgação, a introdução de novas exigências de divulgação pode provocar o efeito substituição. Por outro lado, a divulgação obrigatória pode limitar as opções que os gestores possuem sobre nada divulgar e, ao contrário do que se conjectura, podem aumentar a divulgação voluntária (DYE, 1986).

Considerando-se esses aspectos, foi adicionada ao modelo a variável binária IFRS. Esta variável assume valor igual a 0 (zero) para os anos que precedem a convergência (2005-2007) e, valor igual a 1 (um), caso contrário.

e) Rentabilidade (ROA_{t-1})

Segundo Nardi e Nakao (2009), os *accruals* discricionários seriam utilizados pela administração das empresas para se obter o desempenho desejado. Esta variável pode expressar o efeito da utilização de *accruals* discricionários para gerenciar resultados em função do desempenho incomum da empresa no exercício passado ou corrente. A rentabilidade do ativo representa a razão entre o lucro antes dos juros e tributos (lucro operacional) pelo ativo total médio (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2012, p. 226). Com base em Kothari, Leone e Wasley (2005) esta variável é defasada em um período e espera-se uma relação positiva entre os *accruals* discricionários e rentabilidade operacional.

f) Alavancagem (ALAV)

Schipper (1989) e Watts e Zimmerman (1986) sugerem que as empresas com elevados níveis de endividamento tendem a usar métodos contábeis para aumentarem o lucro. Quanto maior a alavancagem das empresas, maiores serão os custos de falência. Sob a perspectiva *ex-post*, níveis elevados de alavancagem podem levar as empresas a violarem cláusulas restritivas de contratos da dívida, como documentado por DeFond e Jiambalvo (1994). Na perspectiva *ex-ante*, as apropriações discricionárias seriam direcionadas a apresentar melhores indicadores econômico-financeiros em operações para aprovação de limites de crédito. Como medida de alavancagem contábil obteve-se a razão entre exigível total (curto e longo prazo) e o ativo total médio. Espera-se encontrar uma relação positiva entre a alavancagem contábil e o gerenciamento de resultados.

3.4 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Os critérios adotados para a seleção da amostra consideraram, *a priori*, o período definido para a análise e os procedimentos necessários para mensuração do Índice de Divulgação Voluntária. Como argumenta Core (2001), índices de divulgação exigem um intenso trabalho manual de coleta e são viáveis apenas para pequenas amostras. Em razão do recorte temporal e da necessidade de se avaliar, manualmente, a divulgação voluntária, a análise recai sobre uma amostra de empresas com ações negociadas na BM&FBovespa.

Para a determinação da amostra foi realizado o cálculo do tamanho mínimo para populações finitas:

$$n = \frac{Z^2 \left(\frac{x}{n} \right) \left[1 - \left(\frac{x}{n} \right) \right] (N)}{(N-1)e^2 + Z^2 \left(\frac{x}{n} \right) \left[1 - \left(\frac{x}{n} \right) \right]} \quad (10)$$

Em que,

- Z = abscissa da distribuição normal padrão, fixado um nível de $(1 - \alpha)$ % de confiança;
 $\left(\frac{x}{n} \right)$ = proporção populacional;
 N = tamanho da população;
 e = erro tolerável; e
 n = tamanho da amostra aleatória simples.

Procedendo-se aos cálculos e admitindo-se estimar a verdadeira percentagem populacional a 5% de significância, usando-se margem de erro de 10%, obteve-se a amostra mínima a ser estudada. Foram consideradas apenas as empresas com registro ativo na BM&FBovespa para todo o período de análise (2005 a 2012).

Em dezembro de 2012, o banco de dados Economática® reunia 664 empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBovespa. Na Tabela 1 resumem-se os critérios adotados para a definição da população e amostra final.

Tabela 1: Seleção da amostra

Crítérios	Número de empresas	%
Empresas com registro ativo e cancelado	664	100
(-) Empresas sem registro ativo de 2005 a 2012	(416)	63
Empresas com registro ativo de 2005 a 2012	248	100
(-) Exclusões	(40)	16
População considerada	208	100
(=) Amostra final	66	32

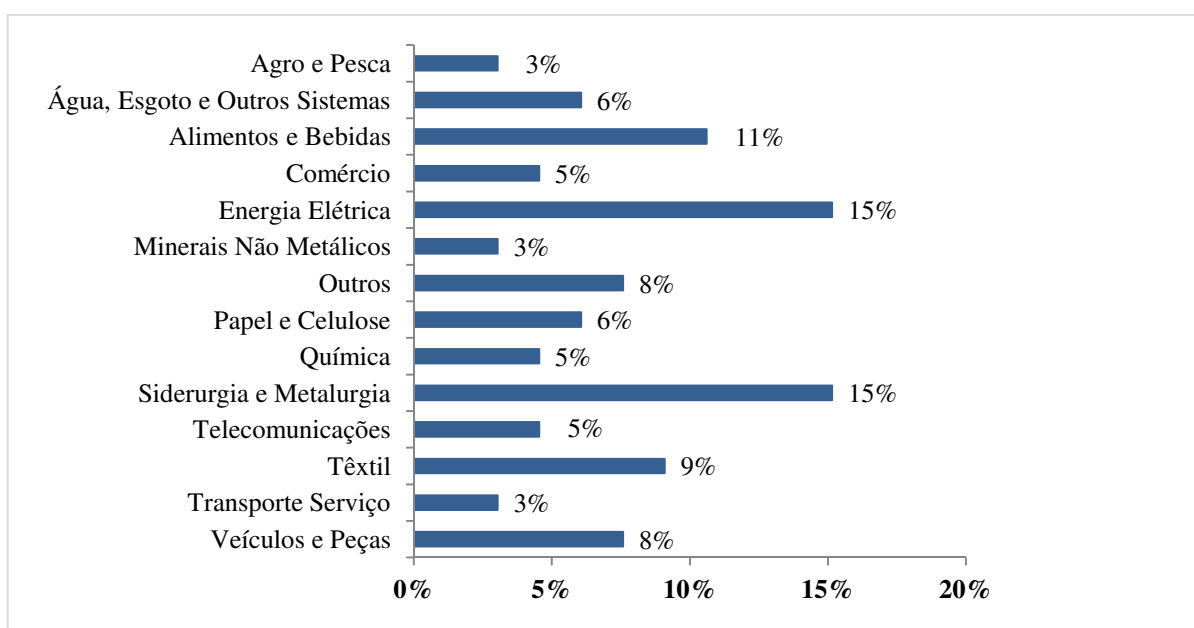
Fonte: dados da pesquisa.

Depois de identificadas as empresas ativas foram excluídas as administradoras de empresas, bancos, seguradoras e locadoras de imóveis, conforme classificação setorial

disponível no Economática®. A opção por excluí-las deve-se ao fato destas empresas apresentarem particularidades em suas operações e plano de contas, com certas características que não são comparáveis às demais empresas, o que poderia prejudicar a coleta de dados para algumas variáveis utilizadas na pesquisa, como a *proxy* de gerenciamento de resultados e a variável de alavancagem. Após esses ajustes, restaram 208 empresas, das quais 66 foram selecionadas aleatoriamente, representando 32% da população considerada, obtendo-se 568 observações que constituíram um painel balanceado.

A amostragem aleatória ocorreu por meio da elaboração de uma lista seguida de sorteio. As 208 empresas foram ordenadas de forma crescente (alfabética) considerando-se o nome utilizado no pregão. A relação das empresas investigadas consta no Apêndice B. A Figura 2 apresenta a classificação setorial do quantitativo amostral do estudo.

Figura 2: Distribuição das empresas da amostra por setor



Fonte: elaborado a partir da classificação setorial presente no Economática®.

No Economática® as empresas estão distribuídas em 20 setores, dos quais 14 estão presentes na amostra. Quando uma única empresa representava o setor, optou-se por agrupar em “Outros”. Energia Elétrica e Siderurgia e Metalurgia são os setores mais representativos, totalizando 30% da amostra em conjunto. Ressalta-se que estes setores concentram a maioria das empresas que negociam ações na BM&FBovespa.

Tomando-se como referência os segmentos de listagem na BM&FBovespa, predominou as empresas listadas no mercado Tradicional, 60,6% em 2005 e 56,06% em 2012, pois 3 empresas migraram do mercado Tradicional para outros níveis de governança no período. Comparativamente, em 2005 10,5% das empresas da amostra são do Novo Mercado, passando para 19,7% em 2012.

Para cada um dos níveis diferenciados de governança corporativa (Nível I, Nível II e Novo Mercado) foram estabelecidas pela BM&FBovespa obrigações adicionais de divulgação de informações. As empresas do Nível II, além de aceitarem as obrigações contidas no Nível I, devem adotar um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Para integrarem o Novo Mercado, além das exigências do Nível II, sujeitam-se a emissão de apenas ações ordinárias. Por outro lado, para ser listada no mercado Tradicional, a empresa não precisa se sujeitar às práticas diferenciadas.

Após definida a amostra, obteve-se o parâmetro de mensuração de cada variável do estudo. Para tanto, os dados foram coletados de duas formas distintas: (i) para a obtenção de dados do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado, como aqueles necessários para o cálculo da *proxy* de gerenciamento de resultados e de algumas variáveis de controle foi utilizado os dados do Economática[®] e, (ii) informações quanto à divulgação voluntária, controle acionário, foram obtidos no *site* da CVM consultando, especificamente, o Relatório da Administração, o IAN (2005 a 2008) e o FR (2009 a 2012). A coleta do Índice de Divulgação foi iniciada no Relatório da Administração e finalizada com as informações disponibilizadas no IAN e FR, sempre respeitando essa ordem.

Ressalta-se que um dos pontos-chave para mensurar a variável relacionada à divulgação voluntária foi escolher qual documento utilizar. No Brasil, as empresas com ações negociadas em bolsa sujeitam-se às exigências legais e institucionais decorrentes da abertura de capital, entre as quais a divulgação de um conjunto de informações periódicas e eventuais, destacando-se: (i) Relatório da Administração, Demonstrações Financeiras Anuais e respectivo Parecer de Auditoria, (ii) Informações Trimestrais; (iii) IAN - Informações Anuais, substituído em 2009 pelo FR – Formulário de Referência; (iv) edital e atas da Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária, e (v) Divulgação de Fato Relevante. Todos esses documentos devem ser enviados à CVM e ficam disponíveis para consulta ao público no *site* desse órgão regulador do mercado de ações. As demonstrações financeiras, os editais de assembleia e os fatos relevantes são também publicados em jornais de grande circulação.

Desse conjunto de documentos, as informações voluntárias podem ser apresentadas, principalmente, no Relatório da Administração e em algumas seções do IAN e no FR. Além disso, como ressaltam Healy e Palepu (2001) e Ferreira e Resende (2007), as empresas também podem divulgar voluntariamente informações em reuniões de analistas, *website* e jornais. Assim, a decisão por quais documentos considerar foi norteadas pelo entendimento de que a política de divulgação voluntária compreende um conjunto estável de práticas de divulgação, a exemplo de Francis, Nanda e Olsson (2008). Portanto, os documentos acessados são comparáveis entre as empresas, possuem constância de apresentação e estão sujeitos a uma estrutura de apresentação bastante uniforme.

3.5 HIPÓTESE

Dye (1985, 1988) e Schipper (1989) consideram que a assimetria de informação entre gestores e acionistas é condição necessária para o gerenciamento de resultados. Schipper (1989) expõe que altos níveis de assimetria de informação entre gestores e acionistas é uma evidência de que faltam recursos suficientes, incentivos ou acesso as informações relevantes que possibilitem monitorar as ações dos gestores. Portanto, se os gestores desejam manter certa flexibilidade para se envolverem em gerenciamento de resultados podem limitar a divulgação de informações.

Richardson (2000) entende esse argumento, sugerindo que o nível de gerenciamento de resultados aumenta à medida que o nível de assimetria de informação também aumenta e, ao testar essa relação, encontrou uma relação positiva. Para o autor, esta evidência indica que, quando a assimetria de informação é alta, os interessados nos números contábeis não conseguem obter as informações necessárias para desfazer a manipulação contábil.

Lobo e Zhou (2001) encontraram evidências de que as empresas com maiores índices de divulgação voluntária tendem a ser menos inclinadas a praticar o gerenciamento de resultados. Os resultados obtidos por Jo e Kim (2007) sugerem que a frequência de divulgação voluntária está associada negativamente com várias *proxies* de gerenciamento de resultados no período que antecede a oferta subsequente de ações.

Entende-se que empresas com política de divulgação voluntária mais consistente ao longo do tempo podem ter dificuldade em alterar o teor das informações, pois poderiam cair

em contradição. Isto sugere uma relação negativa entre divulgação de informações voluntárias e gerenciamento de resultados. Neste sentido, tem-se a hipótese de que:

H₁: Quanto maior o índice de divulgação voluntária menor o nível de gerenciamento de resultados.

3.6 TRATAMENTO ESTATÍSTICO

As empresas que operam no mercado de capitais estão sujeitas a enfrentarem mudanças frequentes em suas oportunidades de investimento. Soma-se a isso, a dificuldade de se avaliar o *trade-off* entre fatores exógenos e endógenos que interagem para a decisão de uma política de divulgação voluntária ótima e a confiabilidade das informações divulgadas. Desta forma, a endogeneidade é um problema potencial nos estudos que envolvem divulgação de informações e gerenciamento de resultados, pois ambos estão sujeitos à discricionariedade da gestão.

Diante do interesse de verificar se existe relação entre gerenciamento de resultados e divulgação voluntária, optou-se por utilizar um modelo de equações simultâneas. Isto decorre da possibilidade destas duas variáveis estarem inter-relacionadas, ou seja, a *priori* não seria possível definir apenas uma dessas duas variáveis como dependente e, portanto, sujeita aos efeitos da outra variável.

Segundo Gujarati (2006), quando se faz um modelo unidirecional assume-se que a influência na variável explicada é exclusivamente proveniente da explicativa. Por outro lado, um sistema de equações simultâneas consiste na formulação de um modelo para cada variável considerada, de modo a não permitir que os parâmetros de uma única equação sejam estimados sem considerar as informações obtidas por outras equações do sistema.

3.6.1 Modelo de equações simultâneas

Para formular um modelo de equações simultâneas faz-se necessário definir as equações do sistema, denominadas de equações estruturais. Um modelo de equações estruturais contém variáveis endógenas do lado esquerdo e, se simultâneo, contém variáveis

endógenas do lado direito (WOOLDRIDGE, 2006). As variáveis endógenas são determinadas dentro do modelo, enquanto que as predeterminadas são determinadas fora do modelo. Portanto, é necessário definir as variáveis endógenas e as variáveis predeterminadas que compõem o modelo apresentado no Quadro 6.

Quadro 6: Variáveis endógenas e predeterminadas

Característica	Nome da variável	Código
Variáveis endógenas	<i>Accruals Discricionários</i>	DA
	Índice de Divulgação Voluntária	IDV
Variáveis predeterminadas	Direitos de controle	DCON
	Porte da empresa	TAM
	Liquidez das ações	LIQ
	Rentabilidade	ROA _{t-1}
	Alavancagem	ALAV
	Período	IFRS

Fonte: elaborado pela autora.

O sistema de equações simultâneas foi definido pelas seguintes equações estruturais:

$$\left\{ \begin{array}{l} DA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IDV_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t-1} + \alpha_3 ALAV_{i,t} + \alpha_4 IFRS_{i,t} + \alpha_5 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ IDV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DA_{i,t} + \alpha_2 DCON_{i,t} + \alpha_3 LIQ_{i,t} + \alpha_4 IFRS_{i,t} + \alpha_5 TAM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{array} \right. \quad (11)$$

$$(12)$$

Em que,

$DA_{i,t}$ = *accruals* discricionários da empresa i no período t ;

$IDV_{i,t}$ = Índice de divulgação voluntária da empresa i no período t ;

$ROA_{i,t-1}$ = *log* da rentabilidade do ativo da empresa i no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$ALAV_{i,t}$ = *log* da alavancagem contábil da empresa i no final do período t ;

$LIQ_{i,t}$ = *dummy* de liquidez das ações da empresa i no final do período t ;

$IFRS_{i,t}$ = *dummy* para período de convergências às normas internacionais da empresa i no período t ;

$TAM_{i,t}$ = *log* do ativo total da empresa i no período t ; e

$DCON_{i,t}$ = percentual de ações ordinárias do principal acionista controlador ou dos participantes do acordo de acionistas da empresa i no período t .

Quando se trata de um sistema de equações simultâneas a variável explicativa, determinada com a variável dependente, será correlacionada com o termo de erro (GUJARATI, 2006). Isto caracteriza o viés de inconsistência no uso de estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e de Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), pois viola o pressuposto do modelo clássico de que as variáveis independentes são distribuídas independentes do termo de erro estocástico. Portanto, utilizam-se estimadores de Mínimos Quadrados de Dois Estágios (MQ2E). Antes de se decidir quanto aos estimadores, é necessário verificar se as equações do sistema cumprem a condição de identificação e, em seguida fazer o teste de simultaneidade.

3.6.2 Condição de identificação das equações e teste de simultaneidade

Existem duas maneiras de verificar a condição de identificação. Segundo Gujarati (2006), as equações são identificadas por condição de ordem ou por condição de *rank*. Como nem sempre a primeira maneira é satisfatória para identificar as equações é, frequentemente, utilizada a condição de *rank*, por meio da qual a equação será identificada se, pelo menos, um determinante construído for diferente de zero.

Os passos para verificar a identificação das equações pela condição de *rank* são: (i) transferir todas as variáveis para o lado direito das equações estruturais; (ii) colocar os parâmetros em um quadro, sendo 0 (zero) caso a variável não componha o modelo; (iii) eliminar a linha da equação a ser examinada, bem como as colunas cujos coeficientes não sejam nulos; e (iv) examinar os determinantes, se forem nulos a equação não será identificada, mas se, pelo menos, um determinante for diferente de 0 (zero) a equação será identificada ou sobre-identificada, condições necessárias para o emprego do sistema de equações simultâneas.

Um passo importante na análise da inter-relação entre variáveis consideradas como endógenas é a identificação da simultaneidade entre elas. Para isso, tem-se o teste de especificação de Hausman, o qual verifica se a variável endógena está correlacionada com o resíduo. Se estiver, o MQO e o MQG não podem ser usados e, sim, o MQ2E ou MQ3E.

Para realizar o teste de especificação de Hausman, segundo Gujarati (2006), tem-se que: (i) obter a forma reduzida das equações estruturais, pois os parâmetros de uma equação estrutural dependem dos parâmetros da equação reduzida e, este procedimento considera a inter-relação entre as variáveis endógenas; (ii) fazer a regressão das equações na forma

reduzida, regredindo cada variável endógena em função de todas as variáveis predeterminadas, obtendo os valores previstos da variável *accruals* discricionários e da variável de divulgação voluntária, bem como de seus respectivos resíduos, para na sequência substituir nas Equações 11 e 12, os valores estimados da *proxy* de gerenciamento de resultados e do índice de divulgação voluntária; (iii) efetuar o teste *t* sobre o coeficiente dos resíduos adicionados na equação estrutural, em que a hipótese nula é de não simultaneidade. Então, se o coeficiente for estatisticamente significativo até 5%, as variáveis consideradas endógenas são determinadas simultaneamente, cabendo o uso de MQ2E ou MQ3E. Mas se o coeficiente do resíduo não for significativo até 5%, então não se pode afirmar a respeito da simultaneidade entre as variáveis, ou seja, não há indício de um inter-relacionamento e os estimadores de MQO e MQG podem ser utilizados.

3.6.3 Análise de Dados em Paineis

Gujarati (2006) expõe que a regressão com Dados em Painel possibilita controlar variáveis omitidas sem observá-las de fato. Isto ocorre porque, as variações na variável dependente ao longo do tempo permite eliminar o efeito das variáveis omitidas que diferem entre as empresas, mas que são constantes ao longo do tempo, como alguma característica intrínseca da empresa, e das variáveis que se alteram ao longo do tempo, embora não variem entre as empresas. Este aspecto é um fator importante para esta pesquisa, já que o modelo proposto não abrange variáveis explicativas capazes de controlar todas as características inerentes às empresas ou do ambiente em que se inserem.

Um painel pode ser balanceado ou desbalanceado. Devido às características da amostra desta pesquisa o painel que se formou é balanceado, pois as empresas do início do período são as mesmas do final do período. Para a análise existe a possibilidade de utilização do modelo de efeitos fixos ou aleatórios. No caso de modelo de efeitos fixos, o efeito das variáveis omitidas é controlado quando varia entre empresas, mas não muda ao longo do tempo, ou seja, seu efeito é fixo no tempo. Para isso, calcula-se o valor da variável de um ano menos a média daquela variável, para uma empresa em todos os anos. Se a média é uma constante, ela será eliminada, ou seja, será eliminado o efeito fixo, o qual supostamente estará correlacionado com uma ou mais variáveis explicativas (GUJARATI, 2006).

O modelo de efeitos aleatórios parte de pressuposição de que os efeitos incorporados ao termo de erro (aqueles não observados) não tem correlação com as variáveis explanatórias, diferentemente do modelo de efeitos fixos. No modelo de efeitos aleatórios as características fixas não observáveis pelo modelo não são correlacionadas com as variáveis independentes, compondo o erro da estimação.

A decisão de qual modelo utilizar deve ser tomada com base no teste de Hausman. Este teste compara as estimativas de modelos com efeitos fixos com modelos de efeitos aleatórios. A hipótese nula é que o erro e as variáveis explanatórias não são correlacionados. Portanto, rejeitando esta hipótese, o teste aponta para o modelo de efeitos fixos.

3.7 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Entende-se que as principais limitações desta pesquisa permeiam a seleção da amostra, mensuração da variável gerenciamento de resultados e da variável de divulgação voluntária.

Embora a amostra seja aleatória, ela apresenta o viés de sobrevivência. Este viés se caracteriza pela manutenção de apenas empresas com registro ativo na CVM para todo o horizonte de tempo analisado. Isto significa dizer, que não fazem parte da população aquelas que fecharam o capital no decorrer do tempo ou que abriram capital depois de 2005.

Esta decisão apresenta vantagens e desvantagens. Um período mais extenso permite observar como as empresas se adaptaram às mudanças econômicas e legislação, o que se pode justificar pelas características do período analisado e pela complexidade na coleta dos dados para codificação da métrica de divulgação voluntária. Por outro lado, prejudica a generalização dos resultados, ou seja, permitem fazer inferências apenas às empresas ativas no período, uma vez que não foi considerado se o comportamento das empresas que permaneceram com o registro ativo difere do comportamento das demais.

Outra limitação se refere à estimação dos *accruals* discricionários, pois ainda existem dúvidas sobre a real capacidade dos modelos em medir o gerenciamento de resultados, ou seja, de decompor com acurácia componentes discricionários e não discricionários. Portanto, é uma limitação intrínseca nesta pesquisa. A escolha do modelo utilizado reflete apenas uma opção do pesquisador, uma vez que não se pretende provar sua efetividade.

Quanto à adequação do modelo utilizado para todo o período de análise, acredita-se que a mudança no GAAP não seja um fator crítico. Isto significa que, exceto pelo questionamento da sua efetividade como medida de gerenciamento, a convergência às normas internacionais de contabilidade não invalida seu emprego. No entanto, não se descarta a possibilidade de que tenham ocorrido alterações no nível de *accruals* totais das empresas no período de transição e, que de alguma forma, isso reflita no nível de gerenciamento.

Existe uma linha de pesquisa sobre gerenciamento de resultados que visa identificar tal prática por meio de decisões operacionais, de investimento e de financiamento. No entanto, esse aspecto não foi tratado nesta pesquisa, limitando seus resultados ao comportamento discricionário dos gestores na determinação das políticas contábeis a ser seguida pela empresa.

Pesquisas que exploram aspectos da divulgação voluntária pelas empresas têm dificuldade de obter uma medida adequada de divulgação. Muitos pesquisadores, por motivos diversos, optam por desenvolverem suas próprias medidas. Para a operacionalização desta pesquisa não foi diferente. A construção da métrica, embora embasada em estudos anteriores e do cuidado tomado para identificar itens que tiveram sua natureza voluntária descaracteriza ao longo do tempo, não está isenta de subjetividade. A subjetividade pode estar presente tanto na seleção dos itens como no processo de codificação destes. Assinala-se ainda, que a coleta dos dados foi realizada no Relatório da Administração e em alguns campos do IAN e do FR. Como resultado, quaisquer elementos informativos divulgados nos *websites* das empresas, reuniões de analistas, teleconferências e outros locais não são considerados na análise.

4 RESULTADOS

Este capítulo se destina a apresentar e a discutir os resultados empíricos alcançados com esta pesquisa. Inicialmente, busca-se detalhar as variáveis do modelo proposto, explorando-se os dados por meio da estatística descritiva e da matriz de correlação. Posteriormente, considerando-se aspectos de simultaneidade, verifica-se a relação entre divulgação voluntária e gerenciamento de resultados de informações econômico-financeiras.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

4.1.1 Índice de Divulgação Voluntária (IDV)

O Índice de Divulgação Voluntária (IDV) foi composto por 27 itens, os quais foram codificados a partir das informações disponibilizadas pelas empresas da amostra no Relatório de Administração (2005 a 2012), IAN (2005 a 2008) e FR (2009 a 2010). Para permitir uma análise conjunta, o valor obtido pelo total dos itens foi transformado em um índice de 0 a 1, em que números mais próximos de 1 representam a melhor divulgação de informações econômicas e financeiras.

O alfa de Cronbach, medida de validação interna calculada para a métrica de divulgação voluntária, foi de 0,81 em 2011 e 2012; 0,83 em 2005, 2009 e 2010; e de 0,84 em 2006, 2007 e 2008. Estes valores indicam que há uma boa consistência interna do instrumento. Além disso, não houve indicativo de que a exclusão de algum item específico do IDV pudesse alterar significativamente a confiabilidade dessa medida.

A partir da análise da evolução média, conforme Tabela 2, observou-se que o IDV aumentou ao longo do período de análise, variando aproximadamente 25% entre 2005 e 2012. Este aumento, também, pode ser constatado observando-se a evolução do primeiro e do terceiro quartil. As empresas com índice acima de 0,7 foram AES Tietê (2009 a 2012), Ambev (2012), Braskem (2005 a 2012), BRF Foods (2005, 2009 a 2012), Cemar (2006 a 2008), Copasa (2010 a 2012), Fibria (2010), Sabesp (2011 a 2012) e Siderúrgica Nacional (2009 a 2010). Por outro lado, empresas como a Excelsior (2008, 2010 e 2011), Haga (2006 a

2008), La Fonte Tel (2006 a 2008), Metalúrgica Duque (2005 a 2012) e Whirlpool (2006 a 2008), apresentaram um índice de divulgação voluntária inferior a 10% para pelo menos três anos consecutivos.

Tabela 2: Estatística descritiva da variável Índice de Divulgação Voluntária (IDV)

Medidas estatísticas	Período								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2005-2012
Média	0,39	0,38	0,39	0,39	0,47	0,48	0,47	0,48	0,43
Desvio-padrão	0,17	0,17	0,17	0,18	0,17	0,18	0,16	0,16	0,17
Coef. de variação	0,44	0,46	0,45	0,45	0,35	0,35	0,34	0,33	0,41
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	1,85	1,85	1,85	1,85	0,00
Primeiro quartil	0,25	0,25	0,24	0,25	0,37	0,40	0,40	0,41	0,31
Mediana	0,39	0,39	0,41	0,43	0,50	0,50	0,49	0,50	0,46
Terceiro quartil	0,52	0,50	0,50	0,50	0,58	0,58	0,59	0,51	0,59
Máximo	0,74	0,74	0,70	0,72	0,78	0,83	0,76	0,78	0,83
Observações	66	66	66	66	66	66	66	66	528

Fonte: dados da pesquisa.

Considerando-se o coeficiente de variação, verifica-se que a variável IDV apresenta-se pouca heterogênea e com dispersão decrescente ao longo do período. Nota-se que, nos quatro primeiros anos o IDV ficou abaixo de 0,40. Ressalta-se que o ano de 2009 marca a passagem do IDV ao patamar de 0,47, superior a média de todo o período de análise.

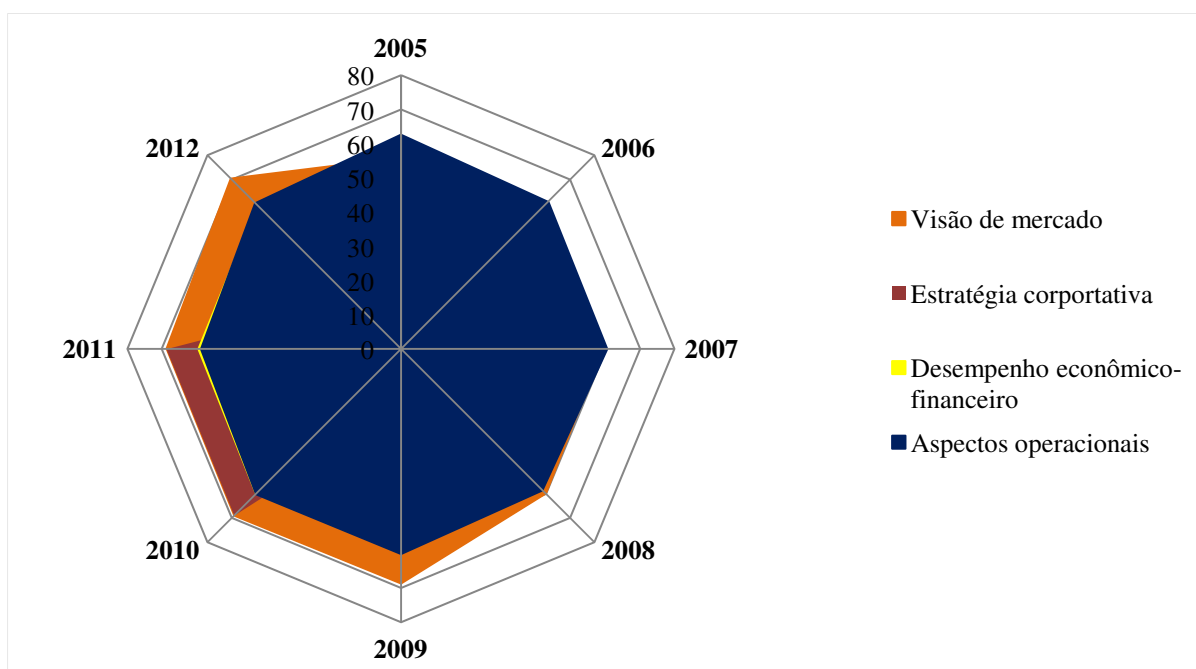
Uma das explicações possíveis é que o ano de 2009 pode estar sinalizando os reflexos da substituição da divulgação de informações econômicas e financeiras no IAN pelo Formulário de Referência. Esta nova forma de comunicação das empresas com os investidores diferencia-se do IAN por expor um conteúdo de forma mais ampla e semelhante ao do prospecto elaborado pelas empresas na ocasião de abertura de capital. Embora alguns campos do FR sejam de preenchimento obrigatório, há aqueles em que o detalhamento das informações tende a ser discricionário como, por exemplo, as informações dos campos “Comentário dos Diretores” e “Atividades do Emissor”. Além disso, o ano de 2009 insere-se no contexto de convergência parcial às Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil, que também pode ter contribuído para a ampliação do nível de divulgação voluntária.

Garbrech (2013), ao investigar a influência da governança corporativa no custo de capital próprio em empresas brasileiras no período de 2007 a 2010, também encontrou um aumento da divulgação no ano de 2009. Explicou que uma das dimensões do Índice de

Governança Corporativa, denominada “Discussões e Análise de Dados Financeiros”, aumentou consideravelmente nesse ano possivelmente em função da substituição do IAN pelo Formulário de Referência. Este contexto de transição pode, portanto, ter levado as empresas a assumirem um compromisso com a divulgação voluntária em termos de conteúdo e de sua abrangência.

A Figura 3 contribui para melhor entendimento do enfoque informacional adotado pelas empresas da amostra em relação ao conteúdo presente na métrica de divulgação.

Figura 3: Enfoque informacional



Fonte: dados da pesquisa.

Nos anos de 2005 a 2007, predominou a evidenciação dos itens da categoria denominada “Aspectos operacionais”, evidenciados por cerca de 60% das empresas, enquanto que nos anos de 2008, 2009 e 2012 predominou informações acerca da categoria “Visão de mercado”. Os itens desta categoria foram relatados em 2005 por 56% das empresas e, em 2012 por cerca de 70% das empresas da amostra.

Nos anos de 2010 e 2011, as informações da categoria “Estratégia corporativa” e da categoria “Visão de mercado” foram as que estiveram mais presentes nos documentos consultados, ambas com o mesmo percentual médio de presença. No ano de 2011, a divulgação de informações acerca da categoria “Desempenho econômico-financeiro” é

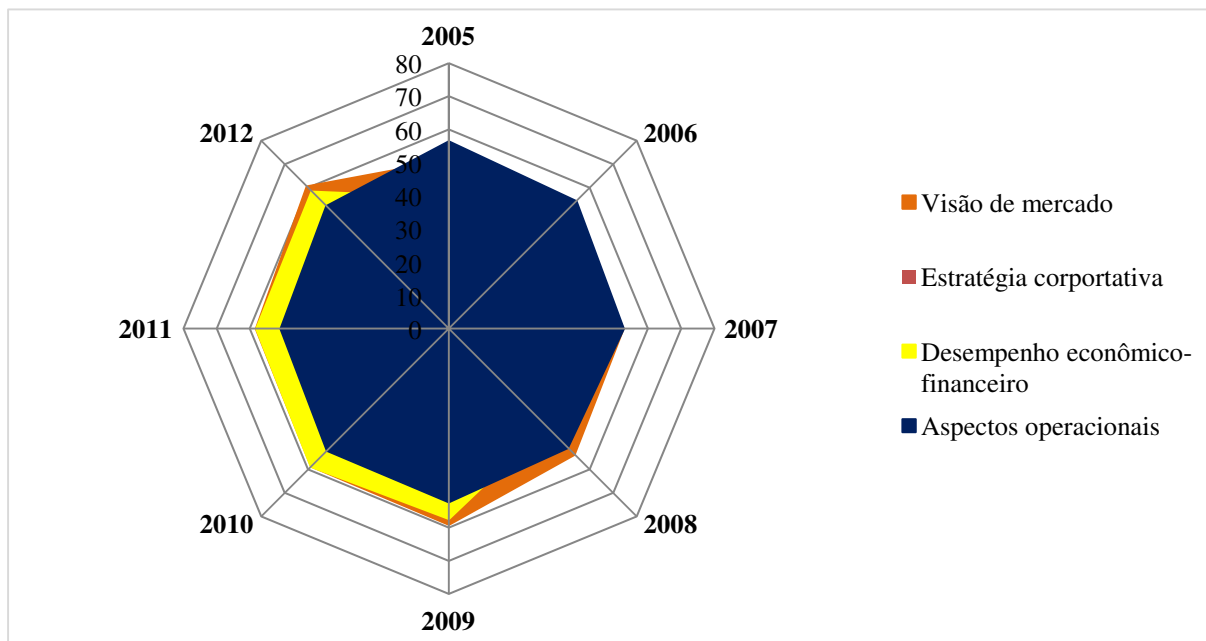
ligeiramente superior ao da categoria “Aspectos operacionais”. A média de empresas que evidenciam informações da categoria “Desempenho Econômico-Financeiro” evoluiu de 41%, em 2005, para 60% em 2012.

O percentual médio de empresas que divulgavam informações sobre Visão de mercado e Desempenho econômico-financeiro só foi relativamente alterado no ano de 2009, mantendo-se constante até 2012. A partir de 2009 um maior número de empresas passa a divulgar informações sobre Visão de mercado (aumento de 22,3%) e Desempenho econômico-financeiro (aumento de 43,03%). Possivelmente, isto esteja parcialmente associado a um “estímulo” exógeno, como a adoção do FR e o processo de convergências às normas internacionais de contabilidade, como exposto anteriormente.

Praticamente não são perceptíveis mudanças no percentual de empresas que divulgam informações acerca dos aspectos operacionais para todo o período em análise. Este fato parece indicar que, em média, as empresas definiram uma política de divulgação para esta categoria que não foi sensível a conjuntura econômica e, nem mesmo, afetada pelas alterações nas exigências de divulgação obrigatória.

No ano de 2005, os itens da categoria “Estratégia corporativa” foram evidenciados por 17% das empresas, passando para 69% em 2010 e 2011, e retraindo em 2012 para 20%. Em geral, para as demais categorias não foi constatada variação similar. Devido às características do conteúdo informacional desta categoria, o aumento ocorrido em 2010 e 2011 talvez seja em função do período pós-crise de 2008. As empresas podem ter aproveitado aspectos da crise para mudarem sua estratégia corporativa e, consequentemente, informarem os investidores das mudanças que foram ou seriam implementadas.

Quando se analisa a maneira pela qual a informação foi apresentada nos relatórios, percebe-se que em 2010 e 2011 a categoria “Desempenho econômico-financeiro” se sobressaiu (Figura 4), diferentemente do que foi constatado na Figura 3. Isto indica que as empresas tendem a divulgar as informações acerca da estratégia corporativa sem ênfase quantitativa, ao contrário do que ocorre com as informações de caráter econômico-financeiro. Neste sentido, as informações acerca da “Visão de mercado” e do “Desempenho econômico-financeiro” foram as que mais contribuíram para o aumento do índice de divulgação no ano de 2009.

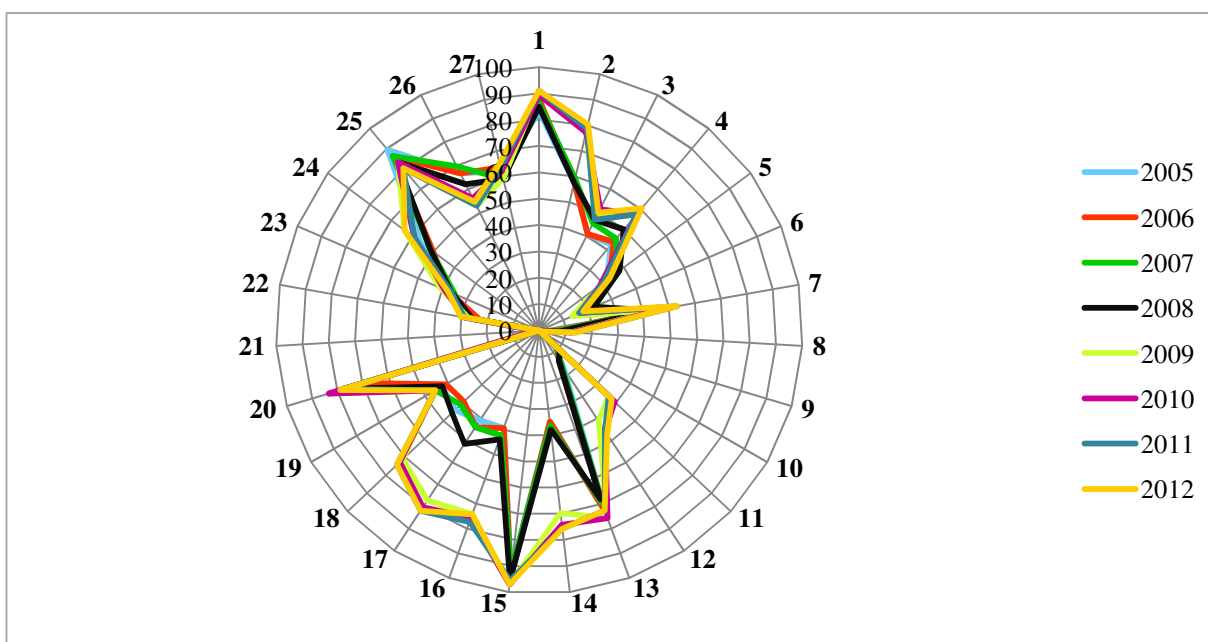
Figura 4: Divulgação voluntária por categoria da métrica

Fonte: dados da pesquisa.

Observou-se que as informações divulgadas pelas empresas são direcionadas a explicar os resultados alcançados mais do que as ações desenvolvidas internamente para o alcance dos objetivos e metas, exceto em 2005 e 2006 onde a ênfase recai sobre os aspectos operacionais. Como resultado, a divulgação voluntária apresentou-se mais restrita ao desempenho econômico-financeiro e a percepção da administração acerca da dinâmica do ambiente econômico do que em relação aos demais fatores que norteiam as ações empreendidas, especialmente, aquelas relacionadas às práticas de gestão ou aos fundamentos operacionais.

Com base no percentual médio de divulgação por item em cada ano (Figura 5), verificou-se que para todas as categorias da métrica há itens que são mais divulgados e itens que são menos divulgados pelas empresas. No entanto, as empresas possuem alguma resistência em divulgar informações sobre projeções de vendas, de lucros e de fluxo de caixa (itens 8, 9 e 10, respectivamente), custo médio ponderado de capital (item 21) e produção corrente em relação à capacidade instalada (item 22). Com exceção dos itens 8 e 22, que se referem a projeções de vendas e produção corrente em relação à capacidade instalada, os demais itens mantiveram divulgação zerada ou aproximadamente zerada no período.

Figura 5: Evidenciação por item da métrica



Fonte: dados da pesquisa.

A baixa adesão das empresas à divulgação de projeções também foi constatado por Alencar (2007). Uma possível explicação é a de que a divulgação desses itens seja vista pelas empresas como algo que pode comprometer sua posição competitiva no mercado. Além de que, essas informações podem ser utilizadas em prejuízo da companhia pelo governo, sindicato e pelos fornecedores ou clientes. Esta lógica não contraria a afirmação de Dye (2001), de que as empresas tendem a divulgar as informações que lhes sejam mais favoráveis.

A divulgação no ano de 2012, em relação aos demais anos, se sobrepõe para a maioria dos itens, e a evidenciação dos itens altera-se, principalmente, entre os anos de 2008 e 2009. Esta alteração é mais perceptível para os itens 16 a 18 (informações sobre custo, receita e despesas financeiras) da categoria “Desempenho econômico-financeiro”. Por outro lado, a evidenciação acerca da dependência tecnológica, de mão de obra, de fornecedores ou de clientes (item 25), foi a que mais decresceu no período, passando de 0,87, em 2005, para 0,79 em 2012.

A importância atribuída pelas empresas à divulgação de informações de cada categoria pode variar em função de suas vantagens competitivas e de suas crenças sobre como os usuários interpretarão o que é divulgado. A título de exemplo, informações detalhadas sobre investimentos em pesquisa e desenvolvimento podem ter um atributo estratégico mais

significativo em empresas de tecnologia da informação do que em empresas de mineração. Informações acerca do *market-share* podem não fazer muito sentido aos investidores do mercado de energia e utilidade pública em geral, mas ter importância aos investidores do mercado de bens de consumo. Contudo, como são as mesmas empresas nos oito períodos em análise é difícil inferir que estes aspectos podem ter influenciado na mudança do nível de divulgação de cada empresa, especialmente, a partir de 2009, porém pode ser uma explicação a fraca divulgação de alguns itens da métrica.

Durante o processo de coleta das informações e codificação dos itens da métrica de divulgação, observou-se que até 2008 as informações acerca da categoria “Desempenho econômico-financeiro” foram, necessariamente, divulgados no Relatório de Administração. No entanto, a partir de 2009 algumas empresas mantiveram o perfil de divulgação dessa categoria no Relatório de Administração e passaram a divulgar novas informações no FR, principalmente com foco nos custos, receitas e despesas financeiras; outras concentraram as informações sobre a categoria “Desempenho econômico-financeiro” apenas no FR. Na maioria das vezes, os itens desta categoria foram frequentemente divulgados em ambos os relatórios, gerando informações em duplicidade.

4.1.2 Accruals Discricionários (DA)

A *proxy* de *accruals* discricionários para identificar o gerenciamento de resultados contábeis foi obtida a partir do modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995). O objetivo da estimação dos coeficientes do modelo Jones Modificado foi o de mensurar os parâmetros que servirão de base para medir o componente de erro, que representam os *accruals* discricionários.

Todas as variáveis do modelo foram deflacionadas pelo ativo total do período anterior, de modo a minimizar, como explica Jones (1991), o efeito tamanho e o problema de heterocedasticidade, em função do porte distinto entre empresas da amostra. Em relação aos parâmetros do modelo Jones Modificado, o ativo imobilizado e a diferença da variação entre a receita líquida e clientes a receber são os principais direcionadores do processo de reconhecimento de *accruals*.

Na Tabela 3 são apresentadas as estimativas dos parâmetros e testes estatísticos do modelo Jones Modificado. Os coeficientes do modelo mostram-se significativos para explicar

as variações nos *accruals* totais. Os coeficientes da regressão são utilizados apenas com o propósito de estimar os *accruals* discricionários. De posse dos coeficientes, obtiveram-se os *accruals* discricionários para cada empresa-ano.

Tabela 3: Coeficientes estimados pelo modelo Jones Modificado (2005-2012)

	Sinal esperado	Coeficiente	Erro padrão	t	p-valor	FIV
Constante		0,0595	0,0261	2,2788	0,0231**	
α_1		2330,4	1109,42	2,1006	0,0362**	1,001
α_2	+/-	-0,2219	0,0454	-4,8874	0,0000***	1,002
α_3	-	-0,0872	0,0452	-1,9283	0,0544*	1,003
R^2		0,0565				
R^2 - ajustado		0,0511				
F (3, 524)		10,46***				
Durbin-Watson		2,000				
White test - heterocedasticidade		39,11***				
Normalidade dos resíduos		125,55***				
Observações		528				

Variável dependente *accruals* totais (TA). Coeficiente $\alpha_1 = 1/A_{i,t-1}$; coeficiente α_2 = variação das receitas líquidas da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderado pelo total de ativos no final do período *t-1* menos variação das contas a receber da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderado pelo total de ativos no final do período *t-1*; coeficiente α_3 = saldos das contas do ativo imobilizado (bruto) da empresa *i* no final do período *t*, ponderado pelo total de ativos no final do período *t-1*; FIV = Fator de Inflação de Variância. *, **, *** significativo a 10%, 5% e 1%.

Fonte: dados da pesquisa.

O Fator de Inflação de Variância (FIV) mostra que o modelo não possui problemas de multicolinearidade na especificação, pois para esta estatística, os valores estimados estão próximos de 1. Pela estatística de Durbin-Watson verifica-se a ausência de autocorrelação serial. Os resíduos do modelo não seguem uma distribuição normal. No entanto, baseado no Teorema do Limite Central, Wooldridge (2002, p. 167) afirma que os estimadores de MQO satisfazem a normalidade assintótica, ou seja, eles aproximadamente têm distribuição normal em amostras de tamanhos suficientemente grandes. O teste de White detectou heterocedasticidade, o que torna os estimadores do MQO sem eficiência. Os estimadores têm um R^2 ajustado muito baixo.

O coeficiente α_2 é negativo e está relacionado à diferença da variação entre a receita líquida e contas a receber. Teoricamente, o sinal esperado deste coeficiente é difícil de ser previsto, uma vez que está relacionado ao aumento dos *accruals*, tanto para elevar quanto para diminuir os resultados reportados. O coeficiente α_3 representa o ativo imobilizado, o qual

é responsável pela despesa com depreciação, amortização e exaustão e, como esperado é positivamente correlacionado com essa despesa porque elas diminuem o resultado.

As contas a receber estão diretamente relacionadas à receita das empresas. O seu registro pressupõe o princípio da realização da receita. Contra a receita deve ser registrado o custo das vendas, pela baixa nos estoques, e as despesas incorridas. Inerente ao reconhecimento das contas a receber, tem-se a incerteza quanto ao seu recebimento. Desta forma, para cobrir possíveis perdas estimadas de cobrança dos recebíveis, as empresas constituem uma provisão para perdas com créditos de liquidação duvidosa. Esta provisão varia entre as empresas devido às condições peculiares da carteira de clientes, ramo de negócios e da própria conjuntura econômica (IUDÍCIBUS *et al.*, 2013).

A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva dos *accruals* discricionários no período de 2005-2012.

Tabela 4: Estatística descritiva dos *Accruals* Discricionários (DA), período 2005 a 2012

Variáveis	Observações	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
DA	528	0,001	-0,023	0,211	-1,03	1,24
DA (sinal positivo)	213	0,172	0,093	0,200	0,00	1,24
DA (sinal negativo)	315	-0,115	-0,081	-0,119	-1,03	0,00

Fonte: dados da pesquisa

O valor médio dos *accruals* discricionários positivos é um pouco superior ao dos *accruals* negativos. Tomando-se como referência a mediana dos DA positivos e dos DA negativos, percebe-se que a intensidade do efeito do gerenciamento de resultados são aproximados, embora a intenção seja diferente. Os sinais (+/-) dos *accruals* discricionários indicam objetivos diferentes na prática do gerenciamento de resultados. Quando positivos, sugere-se que o gerenciamento tem como objetivo aumentar o resultado da empresa e, quando negativos, entende-se que o gerenciamento tende a piorar os resultados da empresa.

Prevaleceram no período de análise, observações com *accruals* discricionários negativos, e com média superior ao total das observações. Em ambos dos grupos existe alta dispersão, mas os *accruals* discricionários positivos apresentam-se mais heterogêneos em relação aos *accruals* discricionários negativos.

Quanto maior o valor dos *accruals* discricionários maior é o impacto do gerenciamento nos resultados da empresa. Em função da presença de valores positivos e

negativos a média desta variável tendeu a zero e, portanto, há dificuldade em se analisar a representatividade da média do total das observações.

Considerando-se esse aspecto, na Tabela 5 apresentam-se as estatísticas descritivas dos *accruals* discricionários em termos absolutos. O ano de 2005 apresenta o menor valor médio, enquanto que os anos de 2008 a 2010 os maiores valores, respectivamente. A convergência às normas internacionais de contabilidade pode ter contribuído para a elevação da média nestes anos, uma vez que, em função da adequação às novas exigências ocorreram vários ajustes de classificação e de reconhecimento de ativos, passivos, receitas e despesas que podem ter impactado no lucro (prejuízo) reportado pelas companhias.

Tabela 5: Estatística descritiva dos *Accruals* Discricionários (DA), em valores absolutos

Medidas estatísticas	Período							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Média	0,075	0,134	0,134	0,192	0,175	0,158	0,127	0,114
Desvio-padrão	0,064	0,154	0,142	0,234	0,184	0,137	0,157	0,125
Coefficiente de variação	0,85	1,15	1,06	1,22	1,05	0,87	1,24	1,10
Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,010	0,000	0,000
Mediana	0,060	0,073	0,087	0,109	0,114	0,130	0,080	0,071
Máximo	0,30	0,85	0,87	1,24	1,02	0,59	1,02	0,66
Observações	66	66	66	66	66	66	66	66

Fonte: dados da pesquisa.

Verificou-se, ainda, uma grande dispersão da variável *Accruals* Discricionários, embora seja um pouco menor nos anos de 2005 e 2010. Em algumas empresas da amostra os *accruals* discricionários são indistinguíveis de zero, enquanto que em outras empresas é superior a 1. Contudo, é difícil inferir que essa heterogeneidade tenha ocorrido em função de possíveis diferenças entre grupos de empresas da amostra, pois os valores mínimo e máximo alternam-se entre setores e empresas no período de análise.

4.1.3 Variáveis de controle

Em relação às variáveis de controle constata-se pela Tabela 6 que o porte da empresa, endividamento, rentabilidade do ativo e liquidez das ações apresentam-se bastante dispersas, sendo que a dispersão da variável porte da empresa e da liquidez das ações se diferencia substancialmente das demais.

Tabela 6: Estatísticas descritivas das variáveis de controle

Medidas estatísticas	Porte (R\$ Mil)	Endividamento	Rentabilidade	Liquidez das ações	Direito de Controle (%)
Média	6.712.864	0,7360	0,1116	0,2625	73,00
Desvio-padrão	10.764.495	0,7457	0,10536	0,5267	20,96
Coef. de variação	1,6035	1,0131	0,9437	2,0018	0,2871
Mínimo	14.371	0,07	-0,26	0,00	23,67
Primeiro quartil	662.435	0,5092	0,0536	0,003	59,49
Mediana	2.467.400	0,6341	0,0970	0,0155	71,73
Terceiro quartil	6.134.244	0,1582	0,1582	0,2958	93,25
Máximo	69.076.894	8,58	0,56	4,51	100
Observações	528	528	528	528	528

Fonte: dados da pesquisa.

O porte médio das empresas, medido pelo Ativo Total, é influenciado pelo ativo de grandes empresas componentes da amostra, como se pode verificar pelas medidas de amplitude e pela heterogeneidade presente na amostra.

A variável liquidez das ações apresenta elevada dispersão. Há empresas na amostra com títulos de pouca ou nenhuma liquidez. Esta variável é sensível às características dos negócios, como práticas comerciais, que alteram o preço das ações e, inclusive, elevam a demanda pelos títulos. Ações com baixa liquidez passam dias sem um negócio se quer. Aplicar em ações com essas características pode levar a um *spread* muito alto entre a melhor compra e a melhor venda. Portanto, em uma potencial emergência pode-se não encontrar compradores para o investimento.

A rentabilidade do ativo indica a capacidade da empresa em gerar lucro operacional e, assim, capitalizar-se. Em média, a primeira defasagem da rentabilidade do ativo foi de aproximadamente 11%. Esta variável apresenta um coeficiente de variação que indica uma grande dispersão. Provavelmente, esta dispersão seja influenciada pelas singularidades do negócio em relação ao setor de atuação das empresas da amostra, que acaba caracterizando o giro do ativo e a margem líquida. Constatou-se, ainda, que algumas empresas na amostra que registraram prejuízo, uma vez que a rentabilidade é negativa.

Os ativos das empresas da amostra, em média, são financiados na proporção de 27% do capital próprio e 73% do capital de terceiros. Verificou-se pelas medidas de amplitude que há empresas com endividamento inferior a 10%, enquanto outras possuem elevado

endividamento, sendo que, em algumas empresas o valor da soma das obrigações contraídas é superior a 100% do Ativo Total.

A concentração acionária, em média, foi representada por 73% de ações ordinárias. A amplitude média variou entre 23,67% e 100%. O coeficiente de variação indica que o direito de controle é bastante homogêneo entre as empresas da amostra. Portanto, é alta a concentração acionária no Brasil, como se pode observar pelo valor do primeiro quartil e da mediana. Silveira (2002) evidenciou uma concentração de direitos de controle de 73,8% em 1998 e de 75,6% em 2000 e, desde então, pode-se inferir que o padrão de concentração no Brasil não foi substancialmente alterado, evidenciando que não há separação entre acionistas e executivos nas empresas da amostra. Além disso, como assinalado por Gorga (2008), Silveira *et al.* (2009), a concentração acionária no Brasil pode estar subestimada, porque muitas vezes os três maiores acionistas pertencem aos mesmo grupo econômico.

Devido à elevada heterogeneidade presente nas variáveis porte, endividamento, rentabilidade e liquidez se decidiu pela transformação logarítmica. O uso do logaritmo natural é uma forma de garantir simetria e, assim, evitar distorções nos resultados da análise de regressão. Para liquidez das ações optou-se por separar as empresas em dois grupos (“alta” e “baixa” liquidez) com base na mediana da amostra para essa variável, pois para algumas empresas a liquidez era indistinguível de zero.

4.2 ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

A análise de correlação permite verificar se existe associação linear entre duas variáveis. O coeficiente apresenta-se entre -1 e +1. Se estiver muito próximo de zero conclui-se que não há correção linear significativa, mas se estiver próximo de -1 e +1, pode-se inferir que existe associação. Na Tabela 7 apresenta-se a correlação entre as variáveis utilizadas no estudo. A análise de correlação serve como referência preliminar das relações existentes entre as variáveis, embora seja uma análise pouco conclusiva, por não implicar necessariamente relação de causalidade.

Tabela 7: Matriz de correlação

		DA	IDV	ROA _{t-1}	ALAV	DCON	LIQ	TAM	IFRS
DA	Coef. Sig.	1							
IDV	Coef. Sig.	-0,018 0,686	1						
ROA _{t-1}	Coef. Sig.	0,022 0,617	0,146*** 0,000	1					
ALAV	Coef. Sig.	0,072* 0,096	-0,171*** 0,000	-0,115*** 0,008	1				
DCON	Coef. Sig.	0,190*** 0,000	-0,130*** 0,003	-0,016 0,716	0,057 0,187	1			
LIQ	Coef. Sig.	0,090 0,039	0,351*** 0,000	0,137*** 0,002	-0,001 0,979	-0,136*** 0,002	1		
TAM	Coef. Sig.	0,153*** 0,000	0,570*** 0,000	0,052 0,236	-0,184*** 0,000	-0,093** 0,033	0,531*** 0,000	1	
IFRS	Coef. Sig.	0,015 0,736	0,206*** 0,000	-0,138*** 0,001	-0,048 0,275	-0,004 0,927	-0,061 0,159	0,126*** 0,004	1

DA = *accruals* discricionários; IDV= índice de divulgação voluntária; ROA_{t-1}= *log* da primeira defasagem da rentabilidade do ativo; ALAV= *log* da avalancagem contábil; DCON = concentração acionária; LIQ = variável binária de liquidez das ações; TAM= *log* do ativo total; IFRS= variável binária para o período de convergência às normas internacionais de contabilidade. *, **, *** significativo a 10%, 5% e 1%.

Fonte: dados da pesquisa

O coeficiente de correlação entre as variáveis DA e IDV não é estatisticamente significativo. Embora a relação negativa sugira que empresas com melhor índice de divulgação voluntária apresentam menor gerenciamento de resultados, a fraca intensidade dessa relação e a falta de significância estatística não permite inferir que estejam associadas.

Os *accruals* discricionários não se apresentam associados à primeira defasagem da rentabilidade do ativo. Guay, Kothari e Watt (1996) verificaram que o efeito dos *accruals* discricionários teria a finalidade de alterar medidas de desempenho das empresas. Como não foi significativa, não se pode afirmar que a presença de *accruals* discricionários estaria voltada a modificar esse indicador de desempenho em função do valor apresentado no ano anterior.

A correlação positiva e significativa entre o porte da empresa e o gerenciamento de resultados, contraria a relação esperada, ou seja, não está consistente com a ideia de que nas empresas maiores o gerenciamento seria menos provável em função dos altos custos políticos, como destacam Dechow e Dichev (2002) e Gu, Lee e Rosett (2005).

O coeficiente de correlação entre a variável IFRS e DA é positivo, mas não significativo. Assim, não se pode inferir que houve um aumento no gerenciamento de resultados devido à convergência às normas internacionais de contabilidade. O endividamento está positivamente associado a variável DA, apresentando-se marginalmente significativo a 10%. Isto pode indicar que empresas mais endividadas tendem a gerenciar os resultados. Segundo DeFond e Jiambalvo (1994), quando as empresas apresentam elevado endividamento gerenciam os resultados tanto para evitar violar cláusulas contratuais da dívida como para apresentarem indicadores mais favoráveis à aprovação de crédito.

A relação entre o IDV e a concentração acionária é negativa e significante. Isto implica dizer que, quanto maior a concentração acionária nas empresas menor é o índice de divulgação voluntária. A relação é positiva e significativa para as variáveis tamanho e liquidez das ações. Assim, empresas de maior porte apresentam-se menos sensíveis aos custos de produção e disseminação de informação e desfrutam dos benefícios da liquidez de seus títulos. Com relação ao IFRS, a relação é positiva e significativa, o que pode indicar que a convergência às normas internacionais de contabilidade alterou o padrão de evidenciação voluntária das empresas. Por outro lado, isto também pode estar refletindo os efeitos da introdução do FR pela CVM em 2009, como discutido na análise descritiva da variável IDV.

4.3 ANÁLISE DE INFERÊNCIA ESTATÍSTICA

4.3.1 Análise das regressões por MQ2E

O método MQ2E combina múltiplos instrumentos para um instrumento ideal e, portanto, nada mais é do que o estimador de variáveis instrumentais com uma regra de decisão que reduz o número de instrumentos para o número exato necessário para estimar a equação. Para obter estimativas consistentes, uma variável instrumental deve satisfazer duas propriedades: (i) ser altamente correlacionada com os regressores endógenos (ou variável instrumentada); e (ii) não ser correlacionada ao processo de erro (BAUM, 2006).

Na Tabela 8, apresentam-se os resultados por MQ2E e as estatísticas de diagnóstico de adequação da estimação.

Tabela 8: Resumo dos resultados para a regressão MQ2E

Variáveis independentes	Variável dependente DA	Variável dependente IDV
IDV Instrumentado	-0,7102*** (0,2470)	
DA Instrumentado		-0,0224* (0,0120)
ALAV	0,1308* (0,0727)	
ROA _{t-1}	1,1190* (0,6400)	
DCON		-0,0004 (0,0003)
LIQ		0,0724*** (0,0169)
TAM	0,0899*** (0,0222)	0,0439*** (0,0049)
IFRS	0,0206 (0,0633)	0,0467*** (0,0139)
Constante	-1,7743*** (0,5485)	-0,2157*** (0,0715)
Observações	396	396
F (5, 390)	4,54***	45,61***

Regressão Auxiliar

Instrumentos	Endógena IDV	Endógena IDV
IDV _{t-1}	0,8495*** (0,0473)	
IDV _{t-2}	0,0464 (0,0464)	
DA _{t-1}		0,4313*** (0,0428)
DA _{t-2}		0,5273*** (0,0425)
Shea R ² parcial	0,7909	0,9079
Sargan	0,473	0,160
p-value	0,4916	0,6893
Hansen J	9,86	6,60
p-value	0,079	0,252
Wu-Hausman	0,165	0,846
p-value	0,685	0,358

DA = *accruals* discricionários; IDV= índice de divulgação voluntária; ROA_{t-1}= *log* da primeira defasagem da rentabilidade do ativo; ALAV= *log* da avalancagem contábil; DCON = concentração acionária; LIQ = variável binária de liquidez das ações; TAM= *log* do ativo total; IFRS= variável binária para o período de convergência às normas internacionais de contabilidade. *, **, *** significativo a 10%, 5% e 1%. Erro padrão entre parênteses. Regressão auxiliar com exógenas não reportadas na tabela

Fonte: dados da pesquisa.

Ao examinar o grau de ajuste das regressões de primeiro estágio, ou seja, o poder explicativo dos instrumentos excluídos em uma estimação por MQ2E se está verificando a primeira propriedade de uma variável instrumental. A estatística comumente usada é a medida Shea R² da regressão de primeiro estágio. Para levar em conta os diversos regressores endógenos, Shea (1997) propôs uma medida de R² parcial que considera as inter-correlações

entre os instrumentos (BAUM, 2006). Para um modelo contendo um único regressor endógeno, as duas medidas de R^2 são equivalentes, como no caso das equações presentes neste estudo. Se uma equação gera um grande valor do R^2 parcial e pequeno valor da medida de Shea, pode-se concluir que os instrumentos têm pouca relevância para explicar os regressores endógenos e o modelo pode estar sub-especificado.

Para verificar a adequação do modelo estrutural em um modelo de equações simultâneas é, também, necessário que seja satisfeita a condição de identificação. Os parâmetros de uma equação são denominados identificados quando temos instrumentos válidos para que o estimador de MQ2E produza estimativas únicas. Como destacado, uma das propriedades de um instrumento é a independência estatística do processo de perturbação. Embora não seja possível testar diretamente a validade desta hipótese, é possível avaliar a adequação dos instrumentos em um contexto de sobre-identificação.

A validade de um instrumento não pode ser testada em um modelo exatamente identificado. Para que a equação seja considerada sobre-identificada, o número de instrumentos deve ser maior que o número de variáveis endógenas que se quer identificar. Neste estudo, para assegurar a sobreidentificação foi utilizado como instrumentos as variáveis consideradas endógenas defasadas.

Para avaliar a adequação dos instrumentos, utilizou-se o teste de restrições de sobre-identificação de Sargan. Este teste avalia a plausibilidade estatística da suposição de exogeneidade dos instrumentos. A hipótese nula conjunta é que: i) os instrumentos escolhidos para IDV e DA são não correlacionados com o termo de erro, e ii) a exclusão dos instrumentos da regressão que determina DA e IDV é aceitável. Se a hipótese nula for rejeitada coloca em dúvida a validade dos instrumentos, por não satisfazer a condição de ortogonalidade necessária ou porque estão sendo incorretamente excluídos da regressão. O resultado obtido mostra que os instrumentos são pertinentes.

Como as variáveis DA e IDV são determinadas dentro do ambiente particular da empresa, não se pode, *a priori*, considerar que são exógenos. Por isso, é necessário testar a hipótese da exogeneidade dos regressores, que consiste em analisar a hipótese de correlação entre uma ou mais variáveis explicativas (endógenas) e o termo de erro. Para fazer análises com estimadores apropriados é necessário testar a simultaneidade entre DA e IDV, adotando-se o teste de especificação de Wu-Hausman.

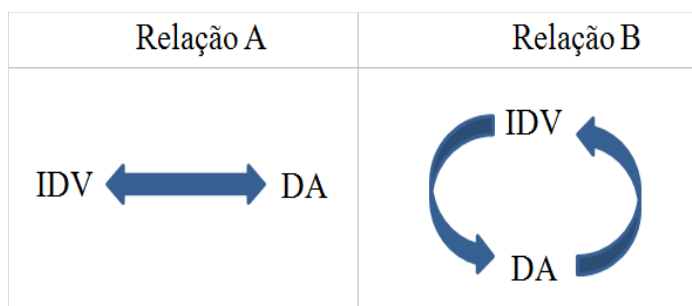
O teste de Wu-Hausman parte da regressão entre a variável dependente e a independente prevista por meio de todas as variáveis explicativas do sistema, mais os resíduos, com a finalidade de testar se o coeficiente de tais resíduos é significativo, o que indica simultaneidade (BAUM, 2006). O teste indicou que os resíduos não foram estatisticamente significativos, como exposto na Tabela 8, não permitindo rejeitar a hipótese nula de exogeneidade, ou seja, DA e IDV não possuem uma relação simultânea para esta pesquisa.

A estimação de modelos com variáveis explicativas endógenas pelo método MQO produz estimadores inconsistentes. Por outro lado, a estimação de modelos pelo método MQ2E, quando de fato não existem variáveis explicativas endógenas, ou no caso de instrumentos fracos, produz estimadores ineficientes, ou seja, que não possuem a variância mínima. Interessante notar que, pela estimação MQ2E os coeficientes das variáveis DA e IDV apresentam-se significativos e indicam que quanto maior a divulgação menor o gerenciamento de resultados. No entanto, como não há indícios de simultaneidade este resultado é enviesado e, por isso, deve-se utilizar o método de MQO por ser mais eficiente.

4.3.2 Análise das regressões em painel

O teste de simultaneidade para a análise da inter-relação entre gerenciamento de resultados e a divulgação voluntária pressupõe a direção ilustrada na Figura 6, relação A. Contudo, a inter-relação também pode ocorrer de modo sequencial, como representado na Figura 6, relação B.

Figura 6: Relações de simultaneidade



Fonte: adaptado de Nardi (2008).

Seguindo o raciocínio de Nardi (2008), os testes com dados dispostos em painel permitem verificar a inter-relação, como exposto na Figura 6, relação B. Caso essa relação seja verificada, ainda se pode dizer que há inter-relação de forma sequencial entre as variáveis DA e IDV. Por outro lado, se apenas uma das relações for significativa tem-se uma relação unidirecional entre estas variáveis.

As equações (11) e (12), presentes na seção 3.6.1, foram estimadas individualmente. Primeiramente, verificou-se a relação funcional entre as variáveis dependentes e independentes. O objetivo foi obter o comportamento apresentado pela variável IDV e pelas variáveis de controle em relação ao DA, e vice-versa. Espera-se relação inversa entre a divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados.

Para a análise da influência da variável independente sobre a variável dependente, as equações do sistema foram estimadas por MQO. Em seguida, foram realizados testes para identificar qual a melhor abordagem de painel. Os testes realizados para a identificação foram o Teste de Estimador de Efeitos Fixos e o Teste Breusch-Pagan. Havendo a identificação de que o modelo MQO não é o mais adequado, foi realizado o Teste de Hausman para identificar se o modelo de dados em painel é de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios. Os resultados dos testes realizados para a escolha do modelo mais adequado para os dados que compõem a pesquisa são apresentados na Tabela 9.

Tabela 9: Diagnóstico do modelo em painel, DA e IDV

Testes	DA versus IDV	IDV versus DA
Teste de estimador de efeitos fixos	125,330 (0,0000)	20,8789 (0,0000)
Teste de Breusch-Pagan	1611,67 (0,0000)	912,782 (0,0000)
Teste de Hausman	1,98437 (0,8513)	3,77473 (0,5823)
DA = <i>accruals</i> discricionários; IDV = índice de divulgação voluntária. <i>p-value</i> entre parênteses.		

Fonte: dados da pesquisa.

Para identificar a forma adequada de representação, verificou-se se as unidades de corte transversal (empresas da amostra) têm interceptos diferentes umas das outras. A hipótese nula é de que as empresas da amostra têm coeficientes lineares (ou intercepto) iguais, o que indicaria a utilização da abordagem de painel agrupado (*pooled*). Os dois primeiros

testes rejeitaram a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado é o adequado, validando a hipótese alternativa de que os modelos de efeitos fixos ou aleatórios são adequados.

O teste de Hausman calcula a diferença entre os coeficientes da regressão por efeitos fixos e efeitos aleatórios. O teste de Hausman tem como hipótese nula a consistência dos estimadores de efeitos aleatórios. Se essa diferença for estatisticamente significativa e, portanto, diferente de zero, o teste aponta para o uso de efeitos fixos. Mas se a diferença não for estatisticamente significativa, o teste aponta para efeitos aleatórios. O teste indicou que os estimadores de efeitos fixos são menos eficientes, não rejeitando a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado. Na Tabela 10 são apresentados os resultados da regressão pelo Modelo de Efeitos Aleatórios.

Tabela 10: Modelo com dados em painel de efeitos aleatórios, DA e IDV

Variáveis independentes	Variável dependente DA	Variável dependente IDV
IDV	0,0253 (0,0956)	
DA		-0,0127 (0,0165)
ALAV	0,1272*** (0,0376)	
ROA _{t-1}	0,3318 (0,2115)	
DCON		0,0001 (0,0003)
LIQ		0,0355** (0,0138)
TAM	0,0391 (0,0256)	0,0544*** (0,0074)
IFRS	-0,0012 (0,0182)	0,0566*** (0,0074)
Constante	-0,7832* (0,4068)	-0,4103*** (0,1066)
R ² - <i>within</i>	0,04	0,25
R ² - <i>between</i>	0,03	0,41
R ² - <i>overall</i>	0,03	0,38
Observações	528	528

DA = *accruals* discricionários; IDV= índice de divulgação voluntária; ROA_{t-1}= *log* da primeira defasagem da rentabilidade do ativo; ALAV= *log* da avalancagem contábil; DCON = concentração acionária; LIQ = variável binária de liquidez das ações; TAM= *log* do ativo total; IFRS= variável binária para o período de convergência às normas internacionais de contabilidade. *, **, *** significativo a 10%, 5% e 1%. Erro padrão entre parênteses.

Fonte: dados da pesquisa.

Para a regressão em que a variável dependente são os *accruals* discricionários (DA), a única variável significativa foi o endividamento. Essa relação positiva e significativa sugere

que as empresas com elevados índices de endividamento tendem a gerenciar seus resultados para aumentar o lucro. Por se tratar de uma função nível-log, *ceteris paribus*, o aumento de 10% na alavancagem praticamente não interfere, em média, no gerenciamento de resultados. Isto demonstra que, embora significativo, o efeito econômico é muito pequeno. As demais variáveis não foram significativas e, também, não oferecem coeficientes consideráveis. Estes resultados contrariam o pressuposto teórico para a inclusão dessas variáveis no modelo e, consequentemente, infere-se que a divulgação voluntária não exerce influência na variação dos *accruals* discricionários, ambos no período corrente.

Analisando-se os resultados para a regressão em que a variável dependente é a divulgação voluntária (IDV), com exceção da variável concentração acionária (DCON), as demais variáveis de controle se apresentam significativas em 1% ou 5%. A relação dessas variáveis é condizente com a esperada.

Pelos resultados apresentados, a possibilidade de inter-relação entre o gerenciamento de resultados e a divulgação voluntária no período de 2005 a 2012 não foi verificada pelo teste de simultaneidade e nem pela análise de regressão com dados em painel. Se a relação unidirecional fosse constatada no período corrente, poder-se-ia inferir sobre a dependência entre as variáveis de interesse, ou seja, a decisão sobre divulgar voluntariamente ou não dependeria de prévia escolha da política contábil e vice-versa.

Para permitir uma análise da influência das variáveis independentes sobre as variáveis dependentes ao longo do tempo, foram incluídas variáveis *dummy* para controlar esta dimensão. Nesta pesquisa, as *dummies* são apresentadas pelos anos 2006 a 2012, uma vez que o ano de 2005 é suprimido por ter sido tomado como ano de referência. Na Tabela 11, demonstram-se os resultados obtidos com a inclusão das *dummies* na regressão.

Tabela 11: Modelo com dados em painel de efeitos aleatórios e variáveis *dummies*

Variáveis independentes	Variável dependente DA	Variável dependente IDV
IDV	0,0164 (0,1017)	
DA		-0,0059 (0,0161)
ALAV	0,1132*** (0,0384)	
ROA _{t-1}	0,3616* (0,2135)	
DCON		0,0001 (0,0002)
LIQ		0,0393*** (0,0132)
TAM	0,0226 (0,0267)	0,0425*** (0,0078)
IFRS	-0,0474 (0,0348)	0,0654*** (0,0137)
Constante	-0,6090* (0,4315)	-0,2399** (0,1122)
2006	0,0236 (0,0269)	-0,0121 (0,0122)
2007	0,0451 (0,0275)	-0,0063 (0,0123)
2008	0,0618** (0,0277)	-0,0681*** (0,0129)
2009	0,0423 (0,0292)	0,0082 (0,0126)
2010	-0,0046 (0,0278)	0,0071 (0,0124)
2011	-0,0106 (0,0274)	0,0008 (0,0123)
Observações	528	528

DA = *accruals* discricionários; IDV= índice de divulgação voluntária; ROA_{t-1}= *log* da primeira defasagem da rentabilidade do ativo; ALAV= *log* da avalancagem contábil; DCON = concentração acionária; LIQ = variável binária de liquidez das ações; TAM= *log* do ativo total; IFRS= variável binária para o período de convergência às normas internacionais de contabilidade. *, **, *** significativo a 10%, 5% e 1%. Erro padrão entre parênteses. O ano de 2012 foi excluído por motivos de multicolinearidade.

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados obtidos para a equação com a variável dependente IDV são semelhantes aos obtidos anteriormente. Para a equação com a variável dependente DA, a variável rentabilidade do ativo defasada passa a ser significativa a 10% e positivamente associada ao DA. De acordo com Kothari, Leone e Wasley (2005), essa relação pode estar indicando que as empresas estejam utilizando os *accruals* discricionários para alcançar o desempenho desejado no período corrente utilizando, para tanto, o desempenho incomum obtido no passado como parâmetro.

Apenas o ano de 2008 mostra-se estatisticamente significativo em ambos os modelos, demonstrando que há diferença entre o período que antecede 2008 e depois dele. Possivelmente, este fato mantenha alguma relação com a entrada em vigor de muitos dos pronunciamentos contábeis atuais que são o resultado da convergência às normas internacionais no Brasil, bem como se caracteriza por ser o ano da crise do *subprime*. Ainda, conforme verificado pela estatística descritiva, apresenta-se como “fronteira” ou o último ano de uma série que apresentava relativa constância no índice de divulgação voluntária.

Embora se tenha constatado que no período corrente as variáveis DA e IDV não aparecem estarem associadas, buscou-se identificar se o nível de divulgação voluntária em $t-1$ interfere no gerenciamento de resultados, e se o gerenciamento de resultados em $t-1$ interfere na divulgação voluntária. Foram feitos novos testes para verificar a relação entre a divulgação voluntária do período anterior sobre o gerenciamento de resultados corrente e vice-versa.

Para proceder à análise realizaram-se, novamente, os testes para identificar a abordagem em painel mais adequada. Os resultados obtidos estão indicados na Tabela 12.

Tabela 12: Diagnóstico do modelo em painel, DA_{t-1} e IDV_{t-1}

Testes	DA versus IDV_{t-1}	IDV versus DA_{t-1}
Teste de estimador de efeitos fixos	105,659 (0,0000)	19,9002 (0,0000)
Teste de Breusch-Pagan	1204,71 (0,0000)	699,483 (0,0000)
Teste de Hausman	2,41502 (0,7892)	10,7528 (0,0565)

DA = *accruals* discricionários; IDV = índice de divulgação voluntária. *p-value* entre parênteses.

Os dois primeiros testes rejeitaram a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado é o adequado, validando a hipótese alternativa de que os modelos de efeitos fixos ou aleatórios são adequados. O teste de Hausman indicou que os estimadores de efeitos fixos são menos eficientes, não rejeitando a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado, embora a hipótese nula para a relação IDV versus DA_{t-1} , não foi rejeitada marginalmente. A Tabela 13 apresenta os resultados para o modelo de efeitos aleatórios com as variáveis dependentes defasadas.

Tabela 13: Modelo com dados em painel de efeitos aleatórios, DA_{t-1} e IDV_{t-1}

Variáveis independentes	Variável dependente DA	Variável dependente IDV
IDV_{t-1}	-0,0456 (0,1106)	
DA_{t-1}		0,0087 (0,0170)
ALAV	0,1392 (0,0462)***	
ROA_{t-1}	0,2750 (0,2395)	
DCON		0,0000 (0,0003)
LIQ		0,0302** (0,0149)
TAM	0,0258 (0,0273)	0,0568*** (0,0077)
IFRS	0,0258 (0,0199)	0,0581*** (0,0081)
Constante	-0,5089 (0,4431)	-0,4397*** (0,1116)
Observações	462	462

DA = *accruals* discricionários; IDV= índice de divulgação voluntária; ROA_{t-1} = *log* da primeira defasagem da rentabilidade do ativo; ALAV= *log* da avalancagem contábil; DCON = concentração acionária; LIQ = variável binária de liquidez das ações; TAM= *log* do ativo total; IFRS= variável binária para o período de convergência às normas internacionais de contabilidade. *, **, *** significativo a 10%, 5% e 1%. Erro padrão entre parênteses.

Em geral, os resultados da Tabela 13 não diferem daqueles apresentados quando analisadas as variáveis apenas para o período corrente (Tabela 10). Isto demonstra que, estatisticamente a relação entre gerenciamento de resultados e divulgação voluntária não se apresenta significativa. Não há indícios, portanto, que a extensão da divulgação voluntária reflete em menor propensão ao gerenciamento de resultados no contexto metodológico deste estudo, o que contraria os pressupostos teóricos subjacentes e difere dos resultados empíricos apresentados por Lopo e Zhou (2001), Jo e Kim (2007), Iatridis e Kadorinis (2008), Múrcia e Wuerges (2011).

Lopo e Zhou (2001) investigaram uma amostra de empresas norte-americanas para o período de 1990 a 1995. Com base no método de equações simultâneas, constataram que as empresas com *ratings* mais baixos de divulgação voluntária tendem a se envolver mais no gerenciamento de resultados, e empresas que se envolvem mais em gerenciamento de resultados tendem a ter uma divulgação voluntária de menor qualidade. Os autores utilizaram como *proxy* de gerenciamento de resultados os *accruals* discricionários estimados pelo modelo Jones Modificado. Para a divulgação corporativa, utilizaram *ratings* publicados pela AIMR. Segundo os autores, o resultado é consistente com o gerenciamento de resultados

oportunista. Alternativamente, se considerando que o gerenciamento de resultados é utilizado para a comunicação de informações privadas, essa relação seria positiva. Contudo, os autores não mencionam a realização do teste estatístico de simultaneidade.

Jo e Kim (2007) examinaram, em uma amostra de empresas norte-americanas, em torno das ofertas subsequentes de ações de janeiro de 1990 a dezembro de 1997, a relação entre divulgação de informações e gerenciamento de resultados. Os resultados sugerem que a frequência da divulgação voluntária é inversamente relacionada com várias *proxies* de gerenciamento de resultados no período que antecede a oferta subsequente de ações e positivamente associada com a *performance* das empresas após a oferta. Por outro lado, as empresas que, substancialmente, mas temporariamente, aumentam a divulgação antes da oferta gerenciam os resultados de forma agressiva.

Iatridis e Kadorinis (2008) centraram-se na investigação dos motivos e características das empresas do Reino Unido em relação à prática do gerenciamento de resultados. Os resultados indicam que as empresas com baixa rentabilidade e alta alavancagem são mais propensas a usar o gerenciamento de resultados. Da mesma forma, os gestores tendem a usar o gerenciamento de resultados para melhorar o desempenho econômico-financeiro e, posteriormente, reforçar a sua remuneração, bem como atender ou exceder previsões de lucros dos analistas financeiros. Em contraste, o estudo mostra que as empresas que fornecem níveis mais elevados de divulgação contábil voluntária parecem ser menos inclinadas a fazer uso de gerenciamento de resultados.

No contexto brasileiro, Múrcia e Wuerges (2011) utilizaram um modelo de equações simultâneas para analisar a relação entre divulgação voluntária e gerenciamento de resultados. Como *proxy* para gerenciamento de resultados utilizaram o modelo de Jones (1991). O nível de divulgação voluntária das empresas foi analisado a partir de uma métrica composta por 92 itens de informação dividida em duas grandes dimensões: econômica (43) e socioambiental (49). A mostra é composta pelas 100 maiores empresas da BM&FBovespa e a análise realizada para os exercícios de 2006, 2007 e 2008. Como principal resultado, os autores apresentam que a divulgação voluntária de caráter econômico está negativamente associada aos *accruals* discricionários ao nível de 10% de significância estatística. Porém, essa relação não se confirma entre *accruals* discricionários e divulgação voluntária das empresas, ou seja, não foi possível inferir que o gerenciamento de resultados influencia na divulgação voluntária. Além disso, não foram significativas as regressões com a variável de divulgação voluntária

socioambiental. Os autores não mencionam os resultados do teste estatístico de simultaneidade entre as variáveis de interesse.

Essas pesquisas, se tomadas em conjunto, apresentam resultados semelhantes. Em geral, todas concluem que um dos fatores inibidores da prática do gerenciamento de resultados é a divulgação voluntária. Por outro lado, ressalta-se que as distintas metodologias adotadas em cada um dos estudos dificultam comparações *vis-à-vis* com os resultados apresentados pela presente pesquisa. Porém, resultados distintos podem se tornar bastantes elucidativos para o pesquisador interessado em buscar entender o porquê de, nem sempre, as predições teóricas se confirmarem. Uma questão que surge como possível explicação deriva da lógica de que a oferta de informações depende, também, dos estímulos da demanda. A presença de um mercado que valoriza a informação adicional pode contribuir para um aumento no nível de divulgação voluntária e na melhora na qualidade do que é divulgado.

O mercado brasileiro é regido pelo modelo *stakeholder*, em que a propriedade é concentrada e os órgãos da administração são eleitos por representantes de grandes acionistas. Neste tipo de estrutura, as informações tendem a trafegar por canais privados de comunicação e atingir apenas um reduzido grupo de acionistas. Como resultado, a política de divulgação restrita satisfaz a demanda por informações de parte significativa dos acionistas (LEAL; SAITO, 2003, SILVEIRA, 2010a,b). Por isso, gerenciar os resultados contábeis pode não ser uma decisão que exerça influência sobre decisões de divulgação voluntária e vice-versa. Além disso, a possibilidade de interação entre a divulgação obrigatória e a divulgação voluntária pode levar a uma situação onde a “melhor” escolha de comunicação é optar por apenas um canal de comunicação, no caso atender predominantemente as exigências de divulgação obrigatória.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1 PERCEPÇÕES DO PESQUISADOR

A decisão de comprar ações envolve riscos associados ao desempenho futuro da empresa, principalmente, quanto à sua capacidade de criação e de distribuição equitativa de valor. Dessa forma, a divulgação de informações pode proporcionar aos participantes do mercado uma visão mais apropriada da situação econômico-financeira da empresa e tornar menos imprecisa a tomada de decisão por parte de um potencial acionista, aumentar a liquidez dos títulos e reduzir o custo de capital da empresa.

Em referência aos pressupostos teóricos desta pesquisa, o principal objetivo de proporcionar divulgação voluntária seria o de oferecer explicações para esclarecer dúvidas que possam impedir ou limitar o crescimento futuro dos negócios da empresa. Porém, os gestores ao determinarem o nível de divulgação voluntária podem estar inclinados à prática do gerenciamento de resultados e influenciar a percepção dos participantes do mercado em direção aos seus desígnios agindo, até mesmo, de forma oportunista.

Mesmo que uma série de contratos, formais e informais, utilizem informações contábeis para mitigar problemas de agência, nem sempre a quantidade da informação disponibilizada pelas empresas é igual ao montante requerido por todos os grupos de usuários. Como sugerem Verrecchia (2001) e Dye (2001), os custos e benefícios da divulgação voluntária não são óbvios, porque as empresas tendem a suportar tanto os custos da retenção de informações como os custos para fornecê-las.

Dentro desse contexto, o presente estudo objetivou testar empiricamente, em uma amostra aleatória de empresas brasileiras de capital aberto, a relação entre divulgação voluntária de informações econômico-financeiras e gerenciamento de resultados. Para medir a divulgação voluntária foi elaborada uma métrica com 27 requisitos de informação. O gerenciamento de resultados foi obtido pelo modelo Jones Modificado. *A priori*, esperava-se uma relação inversa e significativa entre estas duas práticas empresariais. A ideia subjacente é que a divulgação voluntária contribui para a redução ou quebra de assimetria informacional e, menor assimetria informacional dificulta a prática do gerenciamento de resultados. Assim, empresas que apresentam um maior índice de divulgação voluntária tendem a não praticar o

gerenciamento de resultados contábeis. Em razão disso, formulou-se a hipótese de que existe uma relação negativa entre estas variáveis.

Pela análise descritiva da variável de divulgação notou-se que as empresas têm aumentado o percentual de itens evidenciados voluntariamente ao longo dos 8 anos, porém de forma bastante gradual. O aumento é mais perceptível no ano de 2009, quando todas as empresas elevam seus índices de divulgação, possivelmente em função de requisitos de divulgação obrigatória decorrente da introdução do formulário de referência e como reflexo do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade. Se este for o caso, o aumento percebido pode estar revelando que a relação entre divulgação obrigatória e voluntária pode ser complementar, como discutido por Einhorn (2005).

É importante retomar neste momento, a percepção do pesquisador quanto a alguns aspectos da divulgação voluntária observados na coleta dos dados. Poucas empresas adotaram como estratégia de divulgação voluntária prover informações para a maioria dos itens da métrica. Pelo contrário, muitas empresas apresentaram um baixo índice de divulgação para todo o período de análise e, por isso, tem-se a impressão que as empresas estruturaram uma forma de comunicação deficiente.

Observou-se durante o processo de codificação da métrica, que se trata de uma divulgação generalista, ou seja, sem ênfase nas características dos negócios da empresa e repetida de um ano para o outro. Algumas empresas publicaram, inclusive, os “rascunhos” do Relatório de Administração, pois constava nos documentos acessados marcas de correção em que se excluem e substituem apenas alguns itens informativos, por exemplo, os valores de referência e mantêm a mesma explicação. Portanto, a presença de informações de natureza voluntária não é suficiente para caracterizar o nível de transparência e de prestação de contas (*accountability*) das empresas.

Uma divulgação abrangente, mas com baixo teor informacional pode cumulativamente não ter valor aos participantes do mercado. Divulgações com informações imprecisas e incompletas fazem com que o usuário externo tenha prejudicada sua capacidade de tomar decisões, pois a utilidade das informações torna-se questionável para o adequado diagnóstico da posição financeira da empresa. Por isso, a expansão da divulgação percebida no período em análise pode ter ocorrido em termos de presença de conteúdo, mas não necessariamente, em termos de qualidade da divulgação.

Ressalta-se que, nesta pesquisa a extensão da divulgação não é, necessariamente, uma medida de qualidade da divulgação. Em parte, a qualidade da divulgação pode ser caracterizada pela relevância das informações que são divulgadas. No entanto, os limites da relevância informacional é uma questão relacionada à percepção de quem produz, assim como, de quem utiliza informações para a tomada de decisão. Este aspecto é importante no contexto desta pesquisa, na medida em que o conteúdo selecionado para compor a métrica de divulgação não foi validado por meio da técnica Delphi, em que se busca o consenso sobre determinado aspecto por meio da opinião de especialistas, gestores, investidores ou de intermediários da informação financeira, entre outros.

Na análise de inferência realizada, constatou-se que a divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados não se apresentam simultaneamente determinados. Os procedimentos adotados nesta investigação permitem inferir que não há relação estatisticamente significativa entre as medidas utilizadas. Diante disto, os resultados são inconclusivos sobre a influência da variável divulgação voluntária na explicação da probabilidade das empresas em gerenciar ou não os resultados. A ausência de relação entre gerenciamento de resultados e divulgação voluntária sugere que à medida que as empresas se envolvem em gerenciamento de resultados as decisões de divulgação não se tornam um determinante importante no Brasil.

Embora se tenha a impressão que esse resultado contrasta com o pressuposto de que a divulgação voluntária reduz a assimetria de informação e, conseqüentemente, limite a prática oportunista de gerenciamento de resultados, na prática não se estaria considerando sob quais condições e em que momento é provável que a divulgação completa (*full disclosure*) ocorra. Em essência, como sugerem Lee (2006), Cohen, Krishnamoorthy e Wrigent (2004) e Silveira (2010a), diferentemente da visão que trata a informação contábil como um mecanismo de governança, há aquela que considera que a informação é influenciada pela estrutura de governança da empresa.

Essa suposição não descaracteriza a concepção de que a divulgação voluntária dependa da crença dos gestores sobre como os investidores interpretarão a presença ou a ausência de divulgação de informações. Além disso, não desconsidera que a interpretação das informações divulgadas também depende do conhecimento e da percepção que os investidores possuem sobre os incentivos econômicos e contratuais que direcionam as ações dos gestores, conforme exposto na seção sobre divulgação voluntária, pelos elementos levantados por Dye (2001) e Verrecchia (2001) para a elaboração de modelos de equilíbrio de divulgação parcial.

É concebível que a influência da divulgação voluntária sobre o grau de gerenciamento de resultados dependa do complexo *mix* de características das empresas e fatores do ambiente institucional. Uma possível explicação aos resultados obtidos está na percepção de que no Brasil, muitas empresas podem não ter a intenção de fazer uma divulgação voluntária de qualidade porque seus acionistas controladores estão em uma situação confortável, usufruindo dos benefícios privados advindos do acesso preferencial a informação. Isto reduz a importância da demanda potencial de mercado por informação, estratifica a assimetria informacional e não impede o gerenciamento de resultados oportunista. Quanto aos aspectos relacionados ao *enforcement* são conhecidas as limitações da CVM e do sistema jurídico do país que tornam os custos de litígio bastante reduzidos.

Pesquisadores têm observado que, principalmente a partir de 2004, o mercado de capitais brasileiro tem passado por uma gradual mudança, que reflete o aparecimento de empresas com capital disperso e difuso, o aumento do número de novas empresas listando seu capital em bolsa e o desenvolvimento de novas práticas de governança. Contudo, as mudanças configuram-se bastante heterogêneas e as empresas brasileiras continuam sendo caracterizadas pela forte concentração acionária e frágil governança corporativa, onde a concentração do direito de controle é viabilizada pelo alto índice de emissão de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e pela utilização de estruturas piramidais. O controle é exercido por grupos familiares e por investidores estrangeiros; os órgãos da administração são geralmente compostos, em sua totalidade, pelos controladores (SILVEIRA, 2004; 2010a,b; BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008; GORGA, 2008; SILVEIRA *et al.* 2009).

Gorga (2008) analisou a evolução da composição da estrutura de propriedade de capital das companhias brasileiras no período de 2006 e 2007, e concluiu que a maior dispersão acionária ocorre no segmento do Novo Mercado e a maioria das empresas listadas neste segmento são “novos entrantes”, ou seja, não são companhias que migraram de outro segmento. Com relação à amostra utilizada para a elaboração desta dissertação, pode-se notar que uma das características é a presença, predominantemente, de empresas listadas no mercado tradicional que, em termos de práticas de governança corporativa, não há exigências tão rígidas, diferentemente do que ocorre nos níveis diferenciados criados pela BM&FBovespa.

Em função de algumas limitações presentes na análise, enfatiza-se que os resultados desta pesquisa devem ser interpretados com cautela, pois: (i) o modelo utilizado para a obtenção dos *accruals* discricionários pode não ser adequado à realidade brasileira; (ii) não

foram realizados testes de sensibilidade com diferentes variáveis no intuito de certificar sobre medidas complementares e substitutas; (iii) não foi realizado uma análise acurada da possível interação entre divulgação voluntária e compulsória; e (iv) a análise não explorou aspectos da teoria da sinalização e sua relação com a discricionariedade das escolhas de políticas contábeis. De qualquer forma, as conclusões obtidas contribuem para instigar a percepção dos pesquisadores e auxiliá-los no desenvolvimento e aprofundamento em pesquisas futuras sobre o tema.

5.2 ESTUDOS FUTUROS

Depreende-se que várias questões ainda necessitam ser discutidas em futuras pesquisas. Para tanto, deve-se considerar que o referencial teórico que busca explicar a relação entre divulgação voluntária de informações e gerenciamento de resultados é bastante pulverizado e se aproxima de um quebra-cabeça. Talvez, isto ocorra em função das divergências no entendimento conceitual sobre gerenciamento de resultados e sobre divulgação voluntária, bem como de suas motivações.

Existem diferentes explicações teóricas sobre o porquê de apenas a divulgação parcial ocorrer no mercado. Além dos custos de informação, incluindo os proprietários, citam-se fatores como risco de litígio e diferentes graus de sofisticação dos investidores. A maioria dos modelos apresentados na revisão de literatura foca na decisão dos gestores em divulgar voluntariamente as informações que possuem, porém esta literatura não pondera de forma explícita a influência da regulação contábil por presumir que a decisão de divulgação voluntária não seja afetada por fatores exógenos. Por isso, discussões teóricas ainda precisam ser fomentadas.

Uma das questões que também tem angustiado os pesquisadores é a obtenção de medidas mais apropriadas para a qualidade da divulgação voluntária e *proxies* para gerenciamento de resultados. Seria interessante, embora desafiador, elaborar medidas de qualidade da divulgação para analisar em detalhes o conteúdo da divulgação voluntária para um número suficiente de observações. Esta reflexão se estende a dificuldade em se observar ou mensurar as motivações gerenciais direcionadas à prática do gerenciamento de resultados e a prática da divulgação voluntária. O gerenciamento de resultados ocorre para informar os investidores sobre a situação econômico-financeira da empresa ou para servir ao oportunismo

dos gestores? As empresas fornecem informações voluntariamente apenas quando exibem uma situação financeira favorável? As questões que envolvem problemas relacionados à informação contábil, produção e disseminação são causa ou consequência das formas pelas quais as empresas são governadas? A ausência de respostas precisas para estas perguntas torna particularmente difícil identificar a interação entre gerenciamento de resultados e divulgação voluntária.

Além disso, considera-se que um dos grandes desafios da pesquisa empírica entre gerenciamento de resultados e divulgação voluntária seja a questão de causalidade. Devido à natureza endógena, é difícil estabelecer relação de causa e identificar o efeito exato que um mecanismo pode ter sobre o outro. Neste sentido, esta pesquisa foi apenas uma tentativa de investigar a relação entre ambos. O desenvolvimento ou aplicação de outras metodologias pode contribuir substancialmente.

Outro aspecto que merece aprofundamento se refere à interação entre divulgação obrigatória e divulgação voluntária. A literatura que analisa os efeitos da convergência contábil aos padrões internacionais de contabilidade tem focado nas propriedades da divulgação obrigatória. Contudo, mudanças na divulgação obrigatória podem afetar a divulgação voluntária, o que suscita pesquisas para explorar a relação de interdependência informacional.

REFERÊNCIAS

- ABOODY, D.; KASZNIK, R. CEO stock option awards and the timing of voluntary disclosures. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, p. 73-100, 2000.
- ALENCAR, R. C. de. Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. **Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 1-12, 2005.
- ALENCAR, R. C. de. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. 2007. 104 f. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- ALMEIDA, J. E. F. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. 2010. 188 f. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- ANDJELKOVIC, A.; BOYLE, G. W.; MCNOE, W. Public disclosure of executive compensation: do shareholders need to know? **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 10, n. 1, p. 97-117, jan., 2002.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ARDISON, K. M.M.; MARTINEZ, A. L.; GALDI, F. C. The effect of leverage on earnings management in Brazil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**. São Paulo, v.5, n.3, p. 305-324, 2012.
- ARMSTRONG, C. S.; BARTH, M. E.; JAGOLINZER, A. D.; RIEDL, E. J. Market reaction to the adoption of IFRS in Europe. **The Accounting Review**, v. 85, p. 31-61, 2010.
- ARYA, A.; GLOVER, J.; SUNDER, S. Earnings management and The Revelation Principle. **Review Accounting Studies**, v. 3, p. 7-34, 1998.
- ARYA, A.; FRIMOR, H.; MITTENDORF, B. Discretionary disclosure of proprietary information in a multi-segment firm. **Management Science**, v. 56, n. 4, 2010.
- ASHBAUGH, H.; PINCUS, M. Domestic accounting standards, international accounting standards and the predictability of earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 3, p. 417-434, 2001.
- BALL, R. International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors. **Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum**, p. 5-27, 2006.
- BALL, R.; ROBIN, A.; WU, J. Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. **Journal of Accounting and Economics**. v. 36, p. 235-270, 2003.
- BAPTISTA, E. M. B. **Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados**. 2008. 302 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1995.

- BARTH, M. E. Global financial reporting: implications for U.S. academics. **The Accounting Review**, v. 83, n. 5, p. 1159-1179, 2008.
- BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. International accounting standards and accounting quality. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 3, p. 467-498, jun. 2008.
- BARTOV, E.; GOLDBERG, S. R.; KIM, M. Comparative value relevance among German, U.S. and international accounting standards: a German stock market perspective. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 20, n. 2, p. 95, 2005.
- BAUM, C. F. **An introduction to modern econometrics using Stata**. Texas: Stata Press, 2006.
- BEATTIE, V.; McINNES, B.; FEARNLEY, S. A methodology for analyzing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. **Accounting Forum**, v. 28, p. 205-236, 2004.
- BEATTY, A. How does changing measurement change management behavior? A review of the evidence. **Accounting and Business Research**, p. 63-71, 2007.
- BENEISH, M. D. Detecting GAAP violation: implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. **Journal of Accounting and Public Policy**. New York, v. 16, n. 3, p. 271-309, 1997.
- BERRETA, S.; BOZZOLAN, S. Quality versus quantity: the case of forward-looking disclosure. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, v. 23, n. 3, p. 333-375, 2008.
- BEYER, A.; COHEN, D. A.; LYS, T. Z.; WALTHER, B. R. The financial reporting environment: Review of the recent literature. **Journal of Accounting and Economics**. v. 50, p. 296-343, 2010.
- BLACK, B.; CARVALHO, G.; GORGA, E. An overview of Brazilian corporate governance. **Cornell Law School Legal Studies Research - Paper Series**. 2008. Disponível em: <http://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1100&context=lsrp_papers>. Acesso em: jun. 2013.
- BOTOSAN, C. A. Disclosure level and cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 72, p.323-349, 1997.
- BOTOSAN, C. A. Discussion of a framework for the analysis of a firm risk communication. **The International Journal of Accounting**, v. 39, p. 289-295, 2004.
- BOTOSAN, C. A. Disclosure and the cost of capital: what do we know? **Accounting and Business Research**, v. 36, p. 31-40, 2006.
- BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. Disclosure level and the expected cost of equity capital. **Social Science Research Network - Working Paper Series**, 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=224385>. Acesso em: jun. 2013.
- BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <<http://www.presidencia.gov.br>>. Acesso em: jun. 2013.
- BRASIL. **Lei nº 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: jun. 2013.
- BRASIL. **Lei nº 11.941**, de 27 de maio de 2009. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: jun. 2013.

- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; FRANKLIN, A. **Princípios de finanças corporativas**. 10 ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.
- BROWN, S.; HILLEGEIST, S. How disclosure quality affects the level of information asymmetry. **Review of Accounting Studies**, n. 12, p. 343-366, 2007.
- BURGSTAHLER, D. C.; HAIL, L.; LEUZ, C. The importance of reporting incentives: earnings management in Europe private and public firms. **The Accounting Review**, v. 81, n.5, p. 883-1016, 2006.
- BUSHEE, B.; LEUZ, C. Economic consequences of SEC disclosure regulation: evidence from the OTC bulletin board. **Journal of Accounting and Economics**, n. 39, p. 233-264, 2005.
- BUSHMAN, R.; SMITH, A. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 237-333, 2001.
- BUSHMAN, R. M.; ENGEL, E.; SMITH, A. An analysis of the relation between the stewardship and valuation roles of earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 44, n. 1, p. 53-83, 2006.
- BYRD, J. B.; PARRINO, R.; PRITSCH, G. Stockholder-manager conflicts and firm value. **Financial Analysts Journal**, v. 54, n. 3, p. 14-30, 1998.
- CARDOSO, R. L. **Regulação econômica e escolhas de práticas contábeis: evidências no mercado de saúde suplementar brasileiro**. 2005. 154 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, v.39, n.4, p.348-361, 2004.
- CHEN, H.; TANG, Q.; JIANG, Y.; LIN, Z. The role of accounting standards: evidence from the European Union. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 21, n. 3, p. 1-57, 2010.
- CHENG, Q.; LO, K. Insider trading and voluntary disclosures. **Journal of Accounting Research**, v. 44, p. 815-848, 2006.
- COHEN, D. A.; DEY, A.; LYS, T. Z. Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. **The Accounting Review**, v. 83, n. 3, p. 757-787, 2008.
- COHEN, J.; KRISHNAMOORTHY, G.; WRIGENT, A. Corporate governance mosaic and financial reporting. **Journal of Accounting Literature**, v. 23, p. 87-152, 2004.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Ofício-circular CVM/SNC/SEP n. 01/2007. Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, 2007. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp>. Acesso em: jun. 2013.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM n. 480, de 07 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File%5Cinst%5Cinst480.htm>. Acesso em: jun. 2013.

COOKE, T. Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. **Accounting and Business Research**, v. 19, p. 229-237, 1992.

COOKE, T. The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations. **Accounting and Business Research**, v. 22, p. 113-124, 1989.

CORE, J. A review of the empirical disclosure literature: discussion. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 441-456, 2001.

DASKE, H.; HAIL, L.; LEUZ, C.; VERDI, R. Adopting a label: heterogeneity in the economic consequences of IFRS adoptions. **Journal of Accounting Research**, v. 51, n. 3, p. 495-547, 2013.

DEANGELO, L. E. Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. **The Accounting Review**, v. 61, n. 3, p. 400-420, jul., 1986.

DECHOW, P. M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. The role of accounting accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 18, p. 3-42, 1994.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, v. 23, n. 1, p. 1-36, 1996

DECHOW, P. M.; SKINNER, D. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. **Accounting Horizons**, v.14, n.2, p.235-250, 2000.

DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. The quality of accruals and earnings: the role of accruals estimation errors. **The Accounting Review**, v. 77, n. 4, supplement, p. 35-59, oct., 2002.

DECHOW, P. M.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. **Review of Accounting Studies**, v. 8, n. 2-3, jun./sep., 2003.

DECHOW, P. M.; SCHARAND, C. M. Earnings Quality. **The Research Foundation of CFA Institute**, 2004.

DECHOW, P.; GE, W.; SCHARAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, n. 50, p. 344-401, 2010.

DEFOND, M. L.; JIAMBALVO, J. Debt covenant violation and manipulation of accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17; n. 1-2, p. 145-176, jan., 1994.

DEFOND, M. L.; PARK, C. The reversal of abnormal accruals and the market valuation of earnings surprises. **The Accounting Review**, n. 76, p. 375-404, 2001.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: cause and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.

DIAMOND, D.; VERRECCHIA, R. Disclosure, liquidity and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 46, p. 1325-1359, 1991.

DONAGGIO, A.; PRADO, R. N. Companhias ainda oferecem pouca informação sobre conflitos de interesses e seu tratamento. **Espaço Jurídico – Notícias e Entrevistas**. [S.l.], 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias->

eentrevistas/Noticias/Companhias-ainda-oferecem-pouca-informacao-sobre-conflitos-deinteresses-e-seu-tratamento.asp>. Acesso em: jun. 2013.

DEPOERS, F. A cost benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies. **European Accounting Review**, v. 9, p. 245-263, 2000.

DYE, R. A. Strategic accounting choice and effects of alternative financial reporting requirements. **Journal of Accounting Research**, v. 23, p. 544-574, 1985.

DYE, R. A. Proprietary and nonproprietary disclosures. **Journal of Business**, v. 59, p. 331-366, 1986.

DYE, R. A. Earnings management in an overlapping generations model. **Journal of Accounting Research**, n. 26, p. 195-235, 1988.

DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 181-235, 2001.

DYE, R. A.; SHRIDAR, S. S. Resource allocation effects of the price reactions to disclosures. **Contemporary Accounting Research**, v. 19, p. 385-410, 2002.

EINHORN, E. The nature of the interaction between mandatory and voluntary disclosures. **Journal of Accounting Research**, n. 43, p. 593-621, 2005.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: an assessment and review. **The Academy of Management**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

FALK, H. International accounting: A quest for research. **Contemporary Accounting Research**, p. 595-615, 1994.

FERREIRA, D.; RESENDE, M. Corporate strategy and information disclosure. **The Journal of Economics**, v. 38, p. 164-184, 2007.

FISCHER, P. E.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure bias. **Journal of Accounting and Economics**, v. 38, p. 223-250, 2004.

FIELDS, T.; LYS, T.; VINCENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 255-307, 2001.

FRANCIS, J. Discussion of empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, n. 31, p. 309-319, 2001.

FRANCIS, J.; NANDA, D.; OLSSON, P. Voluntary disclosure, earnings quality e cost of capital. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 1, p. 53-99, 2008.

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K.; VINCENT, L.. Expanded disclosures and the increased usefulness of earnings announcements. **The Accounting Review**, n. 77, p. 515-546, 2002.

FRANCIS, J.; LAFOND, R.; OLSSON, P.; SCHIPPER, K. The market pricing of accruals quality. **Journal of Accounting and Economics**, n. 39, p. 295-327, 2005.

FORMIGONI, H.; ANTUNES, M. T. P.; PAULO, E. Diferença entre o lucro contábil e o lucro tributável: uma análise sobre o gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento tributário nas companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2007.

GARBRECH, G. T. **Governança corporativa e custo de capital: um estudo em empresas de capital aberto do Brasil**. 2013. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. Universidade Federal do Paraná, 2013.

- GIBBINS, M.; RICHARDSON, A.; WATERHOUSE, J. The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies, and process. **Journal of Accounting Research**, v. 28, n. 1, p. 121-143, 1990.
- GIGLER, F. B. Self-enforcing voluntary disclosures. **Journal of Accounting Research**, n. 32, p. 224-240, 1994.
- GLOSTEN, L.; P. MILGROM. Bid, ask, and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. **Journal of Financial Economics**, v. 26, p. 71-100, 1985.
- GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, p. 3-73, 2005.
- GONCHAROV, I.; ZIMMERMANN, J. Do accounting standards influence the level of earnings management? Evidence from Germany. **Social Science Research Network - Working Paper Series**, 2006. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=386521>. Acesso em: jun. 2013.
- GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership: from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. 2008. **3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers**. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1121037>. Acesso em: fev. 2014.
- GROSSMAN, S. J. The informational role of warranties and private disclosure about product quality. **Journal of Law and Economics**, v. 24, 461-484, 1981.
- GU, Z.; LEE, C.W. J.; ROSETT, J. G. What determines the variability of accounting accruals? **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, p. 313-334, 2005.
- GUJARATI, D. **Econometria Básica**. 4 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- HAIL, L. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. **The European Accounting Review**, v. 11, n. 4, p. 741-773, 2002.
- HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal do Accounting and Economics**, v. 7, p. 85-107, 1985.
- HEALY, P. M. Discussion of a market based evaluation of discretionary accrual models. **Journal of Accounting Research**, v. 34, n. 3, p. 107-115, 1996.
- HEALY, P. M.; HUTTON, A. P.; PALEPU, K. G. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. **Contemporary Accounting Research**, v. 16, n. 3, p. 485-520, 1999.
- HEALY, P.; PALEPU, K. Information asymmetry, corporate disclosure and capital markets: a review of empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.
- HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n.4, p.365-383, 1999.
- HRIBAR, P.; COLLINS, D. W. Erros in estimating accruals: implications for empirical research. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 1, p. 105-134, mar., 2002.
- HOLTHAUSEN, R.W., WATTS, R. The relevance of value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 3-75, 2001.
- HUNGER, J. D.; WHEELLEN, T. L. **Gestão estratégica: princípios e práticas**. Rio de Janeiro: Reichmann & Affonso, 2002.

- IATRIDIS, G., KADORINIS, G. Earnings management and firm financial motives: a financial investigation of UK listed firms. **International Review of Financial Analysis**, 18, p. 164-173, 2008.
- IUDICIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A. **Manual de contabilidade societária**: aplicável a todas as sociedades. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2013.
- JEANJEAN, T.; STOLOWY, H. Do accounting matters? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption. **Journal of Accounting and Public Policy**. v. 27, p. 480-494, 2008.
- JENSEN, M. C. Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, 1986.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3, p. 305-360, 1976.
- JIRAPORN, P.; MILLER, G. A.; YOON, S. S.; KIM, Y. S. Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. **International Review of Financial Analysis**. v. 17, n. 3, p. 622-634, 2008.
- JO, H.; KIM, Y. Disclosure frequency and earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 84, p. 561-590, 2007.
- JONES, J. J. Earnings Management during import relief investigation. **Journal of Accounting Research**, v.29, p.193-228, 1991.
- KANG, S.H.; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management: an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, v. 33, n.2, p.353-367, 1995.
- KASZNIK, R. On the association between voluntary disclosure and earnings management. **Journal of Accounting Research**, v.37, n. 1, p. 57-81, 1999.
- KIM, O.; VERRECCHIA, R. Market liquidity and volume around earnings announcements. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, p. 41-68, 1994.
- KLANN, R. C.; BEUREN, I. M. Gerenciamento de resultados: análise comparativa de empresas brasileiras e inglesas antes e após a adoção das IFRS. In: Congresso ANPCONT, 6, 2012. **Anais...** Florianópolis, 2012.
- KOTHARI, S. P. Capital Markets Research in Accounting. **Journal of Accounting Research**, p. 105-231, 2001.
- KOTHARI, S. P.; LEONE, A. J.; WASLEY, C. E. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 1, p. 313-357, 2005.
- LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, p. 471-517, 1999.
- LAFOND, R.; WATTS, R. L. The information role of conservatism. **The Accounting Review**, v. 83, p. 447-478, 2008.
- LAMBERT, R. A. Contracting theory and accountings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 3-87, 2001.
- LAMBERT, R. C.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. A. Accounting information, disclosure and de cost of capital. **Journal of Accounting Research**, v. 45, p. 385-420, 2007.

LANG, M.; LUNDHOLM, R. Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate disclosures. **Journal of Accounting Research**, v. 31, p. 246-271, 1993.

LANG, M.; LUNDHOLM, R. Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock? **Contemporary Accounting Research**, v. 17, p. 623-663, 2000.

LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.

LEAL, R.; OLIVEIRA, C. Uma avaliação das práticas dos conselhos de administração no Brasil. In: SILVA, A.; LEAL, R. **Governança Corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

LEAL, R.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 2, n. 2, jul./dez. 2003.

LEE, T. **Financial reporting & corporate governance**. England: John Wiley, 2006.

LEUZ, C. Cross listing, bonding and firms reporting incentives: a discussion of Lang, Raedy and Wilson. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, p. 285-299, 2006.

LEUZ, C. IAS versus U.S. GAAP: information asymmetry-based evidence from Germany's new market. **Journal of Accounting Research**, v. 41, i. 3, p. 445, jun. 2003.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**. v. 69, n. 3, p. 505-528, 2003.

LEUZ, C.; SCHRAND, C. M. Disclosure and the Cost of Capital: Evidence from Firms' Response to the Enron Shock. 2009. **Social Science Research Network - Working Paper Series**. 2009. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1319646>. Acesso em: jun. 2013.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, n. 38, p. 91-124, 2000.

LEUZ, C.; WYSOCKI, P. Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research. **Social Science Research Network - Working Paper Series**, 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105398>. Acesso em: jun. 2013.

LEVITT, A. The importance of high quality accounting standards. **Accounting Horizons**, v. 12, p. 79-82, 1998.

LIMA, G. A. S. F. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 2007. 118 f. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

LIMA, G. A. S. F. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, jan./apr., 2009.

LIMA, V. S.; LIMA, G. A. S. F.; CARVALHO, N. G. de; LIMA, I. S. Towards IFRS: economic consequences in an emerging economy. In: TSAMENYI, M.; UDDIN, S. **Research in Accounting in Emerging Economies**, v. 10, United Kingdom: Emerald, 2010.

- LIBBY, R.; SEYBERT, N. Behavioral studies of the effects of regulation on earnings management and accounting choice. **Johnson School Research Paper Series**. 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1366425>>. Acesso em: jun. 2013.
- LO, K. Earnings management and earnings quality. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, p. 350-357, 2008.
- LOBO, G. J.; ZHOU, J. Disclosure quality and earnings management. **Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics**, v. 8, n. 1, p. 1-20, 2001.
- LOPES, A. B.; ALENCAR, R. C. de. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: the Brazilian case. **The International Journal of Accounting**, v. 45, p. 443-464, 2010.
- LOPES, A. B.; TUKAMOTO, Y. S. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 42, n. 1, 2007.
- LOPES, A.; WALKER, M. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. In: **American Accounting Association Annual Meeting**, 2008, Anaheim.
- LUNDHOLM, R. J. Historical accounting and the endogenous credibility of current disclosures. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, n.18, p. 207–229, 2003.
- MALACRIDA, M.; YAMAMOTO, M. Governança Corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações no IBOVESPA. **Revista Contabilidade e Finanças**, edição comemorativa, p. 65-79, 2006.
- MAROCO, J.; GARCIA-MARQUES, T. Qual a fiabilidade do alfa de Cronbach? Questões antigas e soluções modernas? **Laboratório de Psicologia**, v. 4, n. 1, p. 65-90, 2006.
- MARQUAT, C.; WIEDMAN, C. Voluntary disclosure, asymmetry, and insider selling through secondary equity offerings. **Contemporary Accounting Research**, n. 15, p. 505-537, 1998.
- MARTINS, E. A contabilidade brasileira de ontem e de hoje; e a de depois? In: LOPES, A. B. **Contabilidade e Finanças no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2012.
- MARTINS, E.; DINIZ, J. A.; MIRANDA, G. J. **Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica**. São Paulo: Atlas, 2012.
- MARTINEZ, A. L. Detectando *earnings management* no Brasil: estimando os *accruals* discricionários. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 19, n. 46, p. 7-17, jan./abr., 2008.
- MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- MAZUNDAR, S. C.; SEGUPTA, P. Disclosure and the loan spread on private debt. **Financial Analysts Journal**, n. 61, n. 3, 2005.
- MCNICHOLS, M. Research design issues in earnings management studies. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 19, n. 4-5, p. 313-345, 2000.
- MCNICHOLS, M.; WILSON, G. P. Evidence of earnings management from the provision for bad debts. **Journal of Accounting Research**, v. 26, n. 3, p. 1-31, supplement, 1988.

- MERGENTHALER, R. D. Principles-based *versus* rules-based standards and earnings management. **Social Science Research Network - Working Paper Series**. 2009. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1528524>. Acesso em: jun. 2013.
- MILGROM, P. Good news and bad news: representation theorems and applications. **Bell Journal of Economics**, v. 17, p. 18-32, 1981.
- MILGROM, P.; ROBERTS, J. Relying on the information of interested parties. **Rand Journal of Economics**, v. 17, p. 18-32, 1986.
- MILGROM, P.; ROBERTS, J. **Economics, organization & management**. New Jersey: Prentice Hall, 1992.
- MULFORD, C. W.; COMISKEY, E. E. **The financial numbers games: detecting creative accounting practices**. New York: Wiley & Sons, 2002.
- MÚRCIA, F. D.; WUERGES, A. Escolhas contábeis no mercado brasileiro: divulgação voluntária de informações *versus* gerenciamento de resultados. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 2, p. 28-44, 2011.
- MÚRCIA, F. D. **Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário de companhia abertas no Brasil**. 2009. 181 f. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- MYERS, S.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, p. 187-221, 1984.
- MYERSON, R. Incentive compatibility and the bargaining problem. **Econometrica**, p. 61–74, 1979.
- NAGAR, V.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. Discretionary disclosure and stock-based incentives. **Journal of Accounting and Economics**, v. 34, p. 283-309, 2003.
- NAKAMURA, W. T.; GOMES, E. A.; ANTUNES, M. T. P.; MARÇAL, E. F. Estudo sobre os níveis de disclosure adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital. In. ENANPAD, 30, 2006. **Anais...** Salvador, 2006.
- NARDI, P. C. C. **Gerenciamento de resultados contábeis e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto**. Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto, 2008.
- NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Contabilidade & Finanças, FEA/USP**, v. 20, p. 77-100, 2009.
- NELSON, M.W. Behavioral evidence on the effect of principles-and rules-based standards. **Accounting Horizons**. v. 17, n. 1, p. 91-104, 2003.
- NELSON, M.W.; ELLIOT, J.A.; TARPLEY, R.L. Evidence from auditors about managers' and auditors' earnings management decisions. **The Accounting Review**. n. 77, supplement, p. 175-202, 2002.
- NOE, C. Voluntary disclosures and insider transactions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 27, p. 305-326, 1999.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004.

PAE, J. Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversal of accruals. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, p. 5-22, 2005.

PAESNELL, K. V.; POPE, P. F.; YOUNG, S. Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. **Accounting and Business Research**, v. 30, n. 4, p. 313-326, 2000.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PAULO, E.; MARTINS, E; CORRAR, L. J. Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. **Revista de Administração de Empresas**, v. 47, n. 1, p. 110-112, jan./mar., 2007.

PERRY, S. E.; WILLIAMS, T. H. Earnings management preceding management buyout offers. **Journal of Accounting and Economics**, v. 18, n. 2, p. 157-179, 1994.

PSAROS, J.; TROTMAN, K.T. The impact of the type of accounting standards on preparers judgments. **Abacus**, v. 40, n. 1, p. 76-93, 2004.

RAFFOURNIER, B. The determinants of voluntary disclosure by Swiss listed companies. **European Accounting Review**, v. 4, p. 261-280, 1995.

RAMANNA, K.; SLETTEN, E. Why do countries adopt international financial reporting standards? **Working Paper Series**. Harvard Business School, 2009. Disponível em: <<http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/09-102.pdf>>. Acesso em: jun. 2013.

RICHARDSON, V. F. Information asymmetry and earnings management: some evidence. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 15, 325-347, 2000.

RODRIGUES, A. Gerenciamento de resultados contábeis através de receitas e despesas não-operacionais: estudo empírico das Companhias Nível 1 - Bovespa. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 2, n. 1, 2007.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D. **Administração Financeira**. 8 ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

ROVER, S.; TOMAZZIA, E. C.; MÚRCIA, F. DAL-RI; BORBA, J. A. Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. **Revista de Administração**, v.47, n.2, p.217-230, 2012.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, p.335-370, 2006.

RULAND, W.; TUNG, S.; GEORGE, N. E. Factors associated with the disclosure of managers' forecasts. **The Accounting Review**, v. 65, p.710-721, 1990.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 48, p. 37-49, 2008.

SCOTT, W. R. **Financial accounting theory**. 6 ed. Toronto: Pearson, 2012.

- SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, p.91-102, 1989.
- SCHIPPER, K. Principles-based accounting standards. **Accounting Horizons**, v. 17 n. 1, p. 61-72, 2003.
- SEGOVIA, J.; ARNOLD, V.; SUTTON, S. G. Do principles vs. rules-based standards have a differential impact on U.S. auditors' decision? **Advances in Accounting Behavioral Research**, v. 12, p. 61-84, 2009.
- SEGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 73, n. 4, oct., 1998.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, jun. 1997.
- SILVA, R. L. M. **Adoção completa das IFRS no Brasil: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio**. 2013. 209f. Tese (Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.
- SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.
- SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010a.
- SILVEIRA, A. M. Qual a sua bandeira, investidor? Foco no Conselho Fiscal vai na contramão da tendência internacional. **Revista Capital Aberto**, n. 84, ago., 2010b.
- SILVEIRA, A. M.; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. B. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração**, v. 44, n. 3, p. 173-189, 2009.
- SLOAN, R. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? **The Accounting Review**, v. 71, p. 289-315, 1996.
- SUBRAMANYAM, K. R. The pricing of discretionary accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p. 249-281, 1996.
- SUIJS, J. Voluntary disclosure of information when firms are uncertain of investor response. **Journal of Accounting and Economics**, v. 43, p. 391-410, 2007.
- TEOH, S. H.; WELCH, I.; WONG, T. J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 50, p. 63-99, 1998.
- TONIN, J. M. F.; COLAUTO, R. D. Relação entre income smoothing e rating em companhias brasileiras de capital aberto.. In: Congresso ANPCONT, 7, 2013. **Anais...** Fortaleza, 2013.
- TRAPP, A. C. G. **A relação do Conselho de Fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis**. 2009. 133 f. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- TYRRALL, D.; WOODWARD, D.; RAKHINBEKOVA, A. The relevance of international reporting standards to a developing country: evidence from Kazakhstan. **The International Journal of Accounting**, v. 42, p. 82-110, 2007.

- TRUEMAN, B.; TITMAN, S. An explanation for accounting income smoothing. **Journal of Accounting Research**, v. 26, supplement, p. 127-139, 1988.
- VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 365-380, 1983.
- VERRECCHIA, R. E. Information quality and discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12, p. 365-380, 1990.
- VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, dec., 2001.
- WAGENHOFER, J. Voluntary disclosure with a strategic opponent. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12, p. 341-363, 1990.
- WALLACE, O.; NASER, K. Firm specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 14, p. 311-368, 1995.
- WALKER, M. Accounting for varieties of capitalism: The case against a single set of global accounting standards. **The British Accounting Review**, v. 42, p. 137-152, 2010.
- WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.
- WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, v. 65, n. 1, p. 131-156, jan., 1990.
- WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. "The Markets for Independence and Independent Auditors", **Working Paper**, University of Rochester, 1981.
- WELKER, M. Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, p. 801-827, 1995.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Introductory Econometrics**. A modern approach. 2 Ed. Thomson South-Western. (USA:Ohio). 2003.
- YOUNG, S. Systematic measurement error in the estimation of discretionary accruals an evaluation of alternative modeling procedures. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 26, n. 7-8, p. 833-862, sep./oct., 1999.
- XIE, H. The mispricing of abnormal accruals. **The Accounting Review**, n. 76, p. 357-373, 2001.

APÊNDICE A

Explicação do conteúdo informacional dos itens da métrica de divulgação voluntária

Item	Comentário	Fonte de pesquisa
1	<p>Análise da concorrência</p> <p>Percepção da administração acerca das características específicas do ambiente competitivo. Inclui a menção ou a discussão acerca das condições de competição nos mercados de atuação; posicionamento da companhia no processo competitivo e comentários que possam indicar vantagens ou desvantagens dos produtos ou serviços em relação aos concorrentes. Menção dos principais concorrentes por linha de negócio ou por área geográfica de atuação da companhia e estratégia de <i>marketing</i>.</p>	RA IAN-FR
2	<p>Participação de mercado (<i>market share</i>)</p> <p>Indicação dos principais mercados que adquirem produtos ou serviços da companhia. Justificativas ou explicações sobre mudanças na participação de mercado e referência à participação detida ou à receita que deriva de cada mercado em que a companhia atua. Indicação da participação de mercado da empresa e análise dessa participação em função dos principais produtos ou serviços.</p>	RA IAN-FR
3	<p>Avaliação das principais tendências econômicas</p> <p>Informação prospectiva, a partir da exposição das principais tendências que possam, em geral, influenciar os resultados operacionais da companhia ou setorial, o que inclui a análise do ambiente econômico (nacional e internacional), das oportunidades e ameaças em termos macroeconômicos como taxa de juros, inflação, o perfil do setor e a taxa de crescimento, bem como as necessidades dos clientes.</p>	RA IAN-FR
4	<p>Influência do Estado nas atividades da companhia</p> <p>Informações gerais sobre ações ou de decisões do Governo e dos reflexos dessas decisões nos negócios da companhia. Podem estar relacionadas aos regulamentos e às restrições impostas para formação de contratos e operações com empresas sobre influência estatal, comentários ou críticas sobre obrigações de expansão, ambiente de mercado altamente regulamentado ou à ausência de regulamentação. Se a relação com fornecedores e clientes, incluindo preços, estão sujeitas ao controle ou regulação governamental; limites à importação e sanções.</p>	RA IAN-FR
5	<p>Planos e objetivos corporativos</p> <p>Declaração da estratégia corporativa que revele os principais planos, metas e objetivos do exercício corrente e futuro.</p>	RA
6	<p>Alinhamento das ações da companhia com objetivos estabelecidos</p> <p>De acordo com Hunger e Wheelen (2010), entende-se que os objetivos referem-se ao que deve ser alcançado por meio de atividades planejadas. Portanto, busca-se qualquer menção ou discussão que explicita o alinhamento das ações da companhia com objetivos específicos, tais como financeiro, <i>marketing</i> ou social, e de seu impacto sobre os resultados correntes da companhia. Declaração do impacto da estratégia geral ou da importância de estratégias específicas sobre os resultados</p>	RA

	correntes. Pode relacionar-se a percepção de aumento no volume de negócios, resultados líquidos, imagem corporativa, aumento da capacidade de endividamento, produtividade e melhoria da qualidade do produto ou serviço.	
7	<p>Perspectiva de novos investimentos</p> <p>Pode estar relacionado à declarações sobre projetos específicos e do capital a ser comprometido, operações de combinação de negócios, aquisição de bens de capital, implantação de programas de redução de desperdícios, pesquisa e desenvolvimento. Inclui estimativas e comentários sobre as razões que justificariam as decisões de investimentos a serem tomadas (por exemplo, em relação a concorrência, aumento da participação de mercado, atuação em novos mercados, grupos de consumidores-alvo e qualidade dos produtos ou serviços).</p>	RA
8	<p>Projeções de vendas</p> <p>Apresentação e análise acerca de projeções de vendas globais ou por segmentos.</p>	RA IAN-FR
9	<p>Projeções de lucros</p> <p>Apresentação e análise acerca de projeções de lucros globais ou por segmentos.</p>	RA IAN-FR
10	<p>Projeções de fluxos de caixa</p> <p>Apresentação e análise acerca de projeções de fluxos de caixa operacional, de financiamento e de investimento.</p>	RA IAN-FR
11	<p>Variação ocorrida no nível dos estoques de mercadorias para venda, de insumos ou de produtos acabados</p> <p>Menção ou discussão acerca da variação ocorrida ao longo dos últimos anos (3 anos ou mais) em ativos responsáveis diretos pela obtenção de receita, como nos estoques de mercadorias para venda, de insumos ou de produtos acabados e frota. Pode incluir a análise de tendência e exposição dos motivos para a oscilação corrente.</p>	RA IAN-FR
12	<p>Variação no nível de recebíveis</p> <p>Menção ou discussão acerca da variação ocorrida ao longo dos últimos anos (3 anos ou mais) nas contas a receber. Pode incluir a análise de tendência e exposição dos motivos para a oscilação corrente e da perda com valores incobráveis, taxa de inadimplência.</p>	RA IAN-FR
13	<p>Variação ocorrida no volume das vendas</p> <p>Menção ou discussão acerca da variação ocorrida ao longo dos últimos anos (3 anos ou mais) no volume das vendas (unidades de produtos e/ou serviços). Pode incluir a análise de tendência e exposição dos motivos para a oscilação corrente, em termos gerais ou por unidades de negócio ou segmentos.</p>	RA IAN-FR
14	<p>Variação ocorrida no nível das despesas administrativas e comerciais</p> <p>Menção ou discussão acerca da variação ocorrida ao longo dos últimos anos (3 anos ou mais) nas despesas administrativas e comerciais. Pode incluir a análise de tendência e exposição dos motivos que levaram à oscilação corrente.</p>	RA IAN-FR
15	<p>Variação ocorrida no resultado operacional</p> <p>Menção ou discussão acerca da variação ocorrida ao longo dos últimos anos (3 anos ou mais) no resultado operacional. Pode incluir a análise de tendência e exposição dos motivos que levaram à oscilação corrente.</p>	RA IAN-FR

16	Custos das mercadorias vendidas, dos produtos fabricados ou serviços prestados	RA
	Menção ou discussão acerca da variação na composição dos custos em comparação com dados passados (3 anos ou mais) ou setoriais. Razões que justificam o aumento/diminuição dos custos.	IAN-FR
17	Efeito financeiro proveniente da captação de recursos de terceiros de curto e longo prazo	RA
	Menção ou discussão do efeito financeiro proveniente da captação de recursos de terceiros no resultado financeiro, por exemplo, em relação à exposição cambial e limites de crédito, ao longo dos últimos anos (3 anos ou mais).	IAN-FR
18	Efeito financeiro proveniente da aplicação de recursos próprios	RA
	Menção ou discussão do efeito financeiro proveniente da aplicação de recursos no resultado financeiro, ao longo dos últimos anos (3 anos ou mais).	IAN-FR
19	Comportamento do valor das ações por classe (preferenciais e/ou ordinárias)	RA
	Análise da tendência ou movimento dos preços das ações no exercício corrente.	
20	Indicadores econômicos ou financeiros globais da companhia (EVA, EBITDA, MVA)	RA IAN-FR
	Declaração enfatizando, pelo menos, um indicador econômico e financeiro global em comparação com anos anteriores. Discussão e análise sobre desempenho no ano corrente por meio da análise de tendência, enfatizando fatores que influenciaram o sucesso ou insucesso dos resultados obtidos. Comentários comparativos entre dados passados ou setor, bem como sobre as expectativas gerenciais e os resultados obtidos.	
21	Custo de capital próprio	RA IAN-FR
	Explicita a metodologia utilizada para o cálculo e informa o valor do custo de capital próprio. Segundo Brealey, Myers e Allen (2013), a análise do desempenho econômico-financeiro por meio do lucro contábil é limitada por não considerar o custo do capital próprio, pois uma empresa cria valor quando oferece a seus acionistas uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganhos.	
22	Produção corrente em relação à capacidade instalada	RA IAN-FR
	Menção ou discussão acerca da utilização da capacidade produtiva. Inclui informações sobre capacidade ociosa e informações acerca da expansão da produção.	
23	Medidas de eficiência operacional	RA IAN-FR
	Menção ou discussão em relação à associação entre nível de produção e nível de vendas, indicador de segurança operacional e recursos consumidos. Indicadores de produtividade.	
24	Investimentos/desinvestimentos realizados	RA IAN-FR
	Menção ou explicação analítica sobre os motivos que justificaram decisões de investimento/desinvestimento e de seus reflexos na atividade operacional da empresa, como incremento da produtividade, inovação de processos, crescimento dos negócios. Inclui análise de tendência.	
25	Dependência de tecnologia, de mão de obra, de fornecedores ou de clientes	RA

	Menção ou discussão sobre dependência tecnológica, de fornecedores (percentual de fornecimento de determinados produtos ou serviços, localização) ou de clientes (participação na receita) e de seus reflexos na produção ou nas vendas. Inclui restrições relacionadas às mudanças tecnológicas e de relacionamento (atividades, compromissos) com fornecedores e clientes.	IAN-FR
26	<p>Gestão de capital humano</p> <p>Declaração que revele investimentos em programas de treinamento e desenvolvimento profissional. Inclui descrição da natureza da formação e comentários sobre as razões para os investimentos em treinamento de grupos específicos de funcionários. Declaração dos reflexos dos investimentos realizados em programas de formação nos resultados operacionais, como percepção de aumento de produtividade, qualidade do produto/serviço, aumento no volume de vendas, ou diminuição de acidentes de trabalho.</p>	RA IAN-FR
27	<p>Investimento de recursos em projetos de educação, cultura e desenvolvimento social</p> <p>Menção ou discussão sobre valores gastos e da natureza dos investimentos ou doações realizadas em prol da educação, artes, infraestrutura, programas de cooperação com Ministérios, universidades ou escolas. Informações sobre programas comunitários, o que inclui programas de desenvolvimento em pequenas comunidades localizadas no em torno das empresas (por exemplo, escolas, associações culturais, clubes desportivos) ou a programas com grupos específicos (por exemplo, famílias de trabalhadores, estudantes universitários, minorias étnicas, etc.).</p>	RA
RA = Relatório da Administração; IAN = Informações Anuais; FR = Formulário de Referência.		

APÊNDICE B

Relação de empresas da amostra

Nome	Setores	Ano de listagem
1 Aco Altona	Siderur & Metalur	1950
2 AES Tiete	Energia Elétrica	1999
3 All Amer Lat	Transporte Serviç	1998
4 Alpargatas	Textil	1977
5 Ambev	Alimentos e Beb	1998
6 Ampla Energ	Energia Elétrica	1969
7 Bombril	Química	1984
8 Braskem	Química	1978
9 BRF Foods	Alimentos e Beb	1997
10 Cacique	Alimentos e Beb	1997
11 Casan	Água, Esgoto e Outros Sistemas	1998
12 Cedro	Textil	1969
13 Celul Irani	Papel e Celulose	1977
14 Cemar	Energia Elétrica	1997
15 Coelba	Energia Elétrica	1994
16 Coelce	Energia Elétrica	1995
17 Comgas	Petróleo e Gas	1996
18 Copasa	Água, Esgoto e Outros Sistemas	2003
19 Cosern	Energia Elétrica	1999
20 Coteminas	Textil	1971
21 CPFL Piratininga	Energia Elétrica	2002
22 Elektro	Energia Elétrica	1998
23 Emae	Energia Elétrica	1998
24 Embratel Part	Telecomunicações	1998
25 Energisa	Energia Elétrica	1969
26 Eternit	Minerais não Met	1970
27 Petropar (Évora)	Indústria de produtos de plástico	1988
28 Excelsior	Alimentos e Beb	1977
29 Ferbasa	Siderur & Metalur	1961
30 Fibria	Papel e Celulose	1986
31 Fras-Le	Veiculos e peças	1977
32 Gerdau Met	Siderur & Metalur	1968
33 Gol	Transporte Serviç	2004
34 Guararapes	Textil	1958
35 Haga S/A	Siderur & Metalur	1988
36 Iguacu Cafe	Alimentos e Beb	1977
37 Inepar Constr	Outras outras indústrias	1980

38	Iochp-Maxion	Veiculos e peças	1984
39	Josapar	Alimentos e Beb	1988
40	Karsten	Textil	1971
41	Klabin S/A	Papel e Celulose	1997
42	La Fonte Tel	Telecomunicações	1985
43	Lojas Americ	Comércio	1977
44	Mangels Indl	Siderur & Metalur	1971
45	Marcopolo	Veiculos e peças	1977
46	Melhor SP	Papel e Celulose	1977
47	Met Duque	Siderur & Metalur	1971
48	Metal Leve	Veiculos e peças	1977
49	Mundial	Siderur & Metalur	1979
50	Nadir Figuei	Minerais não Met	1977
51	Natura	Comércio	2004
52	Net	TV a cabo	1994
53	Conservas Oderich	Alimentos e Beb	1997
54	Oi	Telecomunicações	1980
55	P.Acucar-	Comércio	1995
56	Paranapanema	Siderur & Metalur	1977
57	Randon Part	Veiculos e peças	1993
58	Rasip Agro	Agro e Pesca	1999
59	Renar	Agro e Pesca	2004
60	Sabesp	Água, Esgoto e Outros Sistemas	1994
61	Sanepar	Água, Esgoto e Outros Sistemas	2000
62	Sid Nacional	Siderur & Metalur	1943
63	Ultrapar	Química	1999
64	Usiminas	Siderur & Metalur	1994
65	Vulcabras	Textil	1977
66	Whirlpool	Eletroeletrônicos	1994